

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
NÍVEL MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO E NEGÓCIOS

ADRIANO LENTZ SANTOS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE  
CONSTRUÇÃO CIVIL LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Porto Alegre

2013

ADRIANO LENTZ SANTOS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE  
CONSTRUÇÃO CIVIL LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini

Porto Alegre

2013

Ficha catalográfica

S237g Santos, Adriano Lentz  
Governança corporativa e o desempenho das empresas de construção civil listadas na BM&FBovespa / por Adriano Lentz Santos. – 2013.  
98 f.: il., 30 cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2013.  
Orientação: Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini.

1. Governança corporativa. 2. Boas práticas. 3. Construção civil. 4. Desempenho. I. Título.

CDU 658.012.43

Catálogo na Fonte:  
Bibliotecária Vanessa Borges Nunes - CRB 10/1556

ADRIANO LENTZ SANTOS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE  
CONSTRUÇÃO CIVIL LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos.

Aprovada em 18 de julho de 2013.

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini - UNISINOS  
Orientador

---

Prof. Dr. João Zani - UNISINOS

---

Prof. Dr. Oscar Rudy Kronmeyer Filho - UNISINOS

---

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt - UNISINOS

Aos meus pais, Guilherme Lentz e Benedita Antônia Lentz  
(*in memoriam*), formadores dos meus alicerces.

À minha esposa Simone, pela compreensão nos meus  
momentos de ausência.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao Professor Dr. Franscisco Mesquita Zanini por ter aceitado me orientar neste trabalho acadêmico, pela paciência, confiança, empenho, revisões, questionamentos e sugestões. Sempre com o objetivo colaborativo.

A todos os Professores do Programa de Pós-Graduação do Mestrado Profissional em Gestão e Negócios, pela amizade, pelo aprendizado e pelas experiências compartilhadas durante as atividades e disciplinas do Mestrado.

A todos meus colegas e amigos “gigantes” que, de uma forma ou de outra, contribuíram com sua amizade, incentivo e apoio, tornando o fardo mais leve, gostaria de expressar minha gratidão. Vocês melhoraram minha vida.

Enfim, por todos os acontecimentos ao longo deste Mestrado, agradeço a Deus por não ter me permitido desistir.

“Nunca te orgulhes de ter vencido um adversário.  
Aquele que venceste hoje poderá derrotar-te amanhã.  
A única vitória que perdura é a que se conquista sobre a  
própria ignorância”.

**Jigoro Kano**

## RESUMO

O tema Governança Corporativa tem sido objeto de constantes pesquisas no meio acadêmico e profissional. A GC pode ser definida como um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre seus proprietários, Conselho de Administração, Diretoria, órgãos de controle e demais *stakeholders*. Uma boa GC é tida como importante ferramenta para o acesso das empresas ao mercado de capitais. Partindo destes pressupostos e do interesse objetivo deste pesquisador pelo setor de construção civil no mercado brasileiro, esta dissertação buscou analisar o grau de evolução da Governança Corporativa das empresas brasileiras de capital aberto deste setor, listadas na BM&FBovespa. A presente pesquisa foi de caráter descritivo. Buscou-se analisar variáveis indicadoras do nível de governança consagradas na literatura. Foram analisados: o grau de independência dos conselheiros (INDEP); a segregação ou não de funções entre a Presidência Executiva e a Presidência ou participação no Conselho de Administração (SC); o número total de membros do Conselho (TOT); o percentual de ações em circulação (*FREE FLOAT*); e a adesão ou não das empresas a algum nível diferenciado de governança na BM&FBovespa. Os resultados apontaram situações diversas. Quase a totalidade das empresas pertence a segmento diferenciado de governança; por outro lado, na maioria das empresas o presidente executivo também faz parte do Conselho de Administração. Por fim, buscou-se verificar como as cinco variáveis estudadas influenciavam o nível de rentabilidades das ações das empresas e o ROE das mesmas. Os resultados não foram conclusivos neste sentido, com uma única variável significativa, INDEP, porém, esta se apresentou com sinal inverso ao esperado.

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Boas práticas. Construção civil. Desempenho.



## ABSTRACT

The Corporate Governance (CG) theme has been subject of ongoing research in academic and professional areas. Corporate Governance can be defined as a system by organizations are driven, monitored and encouraged, involving relationships between its Owners, Management Board, Directors, control agencies and other stakeholders. An effective CG is considered an important business tool for companies' access to stock options. Based in these assumptions and the researcher interest in the Brazilian construction sector, this paper seeks to analyze the degree of evolution of Corporate Governance of Brazilian companies traded in this sector listed on the BM&FBovespa. This research was descriptive-oriented. Initially, it was identified the main indicator variables about level of governance established in the literature. The following variable were analyzed: the degree of independence of directors (INDEP), segregation or not of duties between the Presidency, Executive Presidency and membership on the Board of Directors (SC), number of Board members (TOT), the percentage of shares outstanding (FREE FLOAT), and attendance of differentiate level of CG by some companies of the BM&FBovespa. The results presented different situations. Almost all companies belong to different segment of governance; at the time, in most companies the CEO also attends the Board of Directors. Finally, it was verified how the five variables influencing the level of profitability of company stock and the same ROE. The results were not conclusive in this regard, with one significant variable, INDEP, however, this is presented with opposite sign than expected.

**Keywords:** Corporate Governance. Good practice. Construction. Performance.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Origem dos conflitos de agência .....	23
Figura 2 - Raízes de conflitos de agência proprietários-gestores.....	25
Figura 3 - Sistema de governança corporativa.....	27
Quadro 1 - Sistema de informações utilizados no projeto .....	48

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução das variáveis estudadas da Brookfield .....	58
Tabela 2 - Evolução das variáveis estudadas da CR2 .....	59
Tabela 3 - Evolução das variáveis estudadas da Cyrela .....	61
Tabela 4 - Evolução das variáveis estudadas da Direcional .....	63
Tabela 5 - Evolução das variáveis estudadas da Even .....	65
Tabela 6 - Evolução das variáveis estudadas da EZ TEC .....	66
Tabela 7 - Evolução das variáveis estudadas da Gafisa .....	68
Tabela 8 - Evolução das variáveis estudadas da Helbor.....	70
Tabela 9 - Evolução das variáveis estudadas da JHSF .....	71
Tabela 10 - Evolução das variáveis estudadas da João Fortes .....	73
Tabela 11 - Evolução das variáveis estudadas da Lix da Cunha .....	74
Tabela 12 - Evolução das variáveis estudadas da MRV Engenharia .....	76
Tabela 13 - Evolução das variáveis estudadas da PDG Realt .....	77
Tabela 14 - Evolução das variáveis estudadas da Rodobens .....	79
Tabela 15 - Evolução das variáveis estudadas da Rossi Residencial.....	81
Tabela 16 - Evolução das variáveis estudadas da Tecnisa.....	82
Tabela 17 - Evolução das variáveis estudadas da Trisul .....	84
Tabela 18 - Evolução das variáveis estudadas da Viver Incorporadora .....	85
Tabela 19 - Resumo das informações coletadas .....	86
Tabela 20 - Teste de Hausman .....	87
Tabela 21 - Rentabilidade da Ação .....	88
Tabela 22 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido.....	89

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	12
1.1 TEMA .....	13
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA .....	14
1.3 OBJETIVOS .....	15
<b>1.3.1 Objetivo Geral</b> .....	15
<b>1.3.2 Objetivos Específicos ou Intermediários</b> .....	15
1.4 JUSTIFICATIVA .....	15
1.5 DELIMITAÇÃO DO TEMA.....	16
<b>2 REVISÃO DA LITERATURA</b> .....	17
2.1 A SEPARAÇÃO DO CONTROLE E DA PROPRIEDADE .....	17
2.2 A TEORIA DA FIRMA.....	19
2.3 A TEORIA DA AGÊNCIA.....	21
2.4 CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	25
<b>2.4.1 Princípios Básicos de Governança Corporativa</b> .....	28
<b>2.4.2 Objetivos e Funções da Governança Corporativa</b> .....	30
<b>2.4.3 Governança Corporativa e Controle Interno</b> .....	31
<b>2.4.4 Sistema de Governança Corporativa no Brasil</b> .....	33
<b>2.4.5 Conselho de Administração e Seu Papel na Governança Corporativa</b> .....	35
<b>2.4.6 Composição do Conselho de Administração</b> .....	38
2.5 TRABALHOS SOBRE O TEMA NO BRASIL .....	43
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	46
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	46
<b>3.1.1 Quanto à Natureza</b> .....	47
<b>3.1.2 Quanto à Forma de Abordagem do Problema</b> .....	47
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	47
3.3 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS .....	48
3.4 TRATAMENTO DOS DADOS .....	49

<b>4 RESULTADOS</b> .....	56
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA.....	57
4.1.1 Brookfield Incorporações S.A. ....	57
4.1.2 CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A. ....	58
4.1.3 Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações.....	60
4.1.4 Direcional Engenharia S.A.....	61
4.1.5 Even Construtora e Incorporadora S.A. ....	63
4.1.6 EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A. ....	65
4.1.7 Gafisa S.A. ....	67
4.1.8 Helbor Empreendimentos S.A. ....	69
4.1.9 JHSF Participações S.A. ....	70
4.1.10 João Fortes Engenharia S.A.....	72
4.1.11 Lix da Cunha.....	73
4.1.12 MRV Engenharia e Participações S.A.....	74
4.1.13 PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações.....	76
4.1.14 Rodobens Negócios Imobiliários S.A.....	78
4.1.15 Rossi Residencial S.A.....	79
4.1.16 Tecnisa S.A. ....	81
4.1.17 Trisul S.A.....	83
4.1.18 Viver Incorporadora e Construtora S.A.....	84
4.2 ANÁLISE ESTATÍSTICA.....	87
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	91
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	95

## 1 INTRODUÇÃO

No momento que as empresas se expandiram devido ao crescimento comercial e industrial, suas margens se tornaram cada vez menores pela competição com concorrentes que tem por objetivo estarem bem posicionados no mercado brasileiro. É importante para as empresas manter um bom relacionamento com o mercado através da boa governança, e que esta vá ao encontro do objetivo de maximização da criação de valor para seus acionistas, tornando-se uma empresa que possua potencial de crescimento econômico não apenas através de sua produtividade, mas também através da transparência de seus métodos, atos administrativos e da criação de valor para as partes envolvidas e interessadas.

As questões a respeito da governança corporativa se tornaram relevantes a partir do crescimento industrial e econômico, onde surgiu a separação entre controle (acionista proprietário) e a gestão (administração) das empresas. Na década de 90, as transformações na estrutura de controle societário das empresas brasileiras foram bastante significativas.

A teoria que vem tratar destas questões se originou nos estudos Jensen e Meckling (1976), que chamaram este problema por um título que se tornou clássico: teoria da agência. Coase (1937) apresentou outro estudo clássico: os custos de transação. Ou seja, como definir os limites entre produzir ou adquirir no mercado.

A corrente em prol da governança corporativa se tornou notória na década de 80 nos Estados Unidos. De acordo com Borges e Serrão (2005), os investidores se voltaram contra organizações que eram administradas de forma tendenciosa. Esse movimento se expandiu, primeiramente chegando à Inglaterra e depois se estendendo pelo restante da Europa, chegando ao Brasil na última década do século XX.

Lodi (2000) afirma que no início da década de 90 ocorreram alguns escândalos no mercado brasileiro envolvendo empresas e instituições financeiras. Um exemplo é o da Encol S/A, onde a empresa começou a enfrentar dificuldades financeiras em 1994 e veio a falir em 1999. O relatório apresentado por seus auditores demonstrou uma fraude de R\$ 2,5 bilhões em suas demonstrações financeiras. Outro exemplo, no campo das instituições financeiras, é o do Banco Nacional que em 1995 apresentou um “rombo” de R\$ 9,2 bilhões. Este foi o sinal que mostrou a necessidade da regulamentação e controle visando a proteção do mercado e seus investidores.

Em suma a governança corporativa está relacionada à gestão da empresa, sua relação com os acionistas (*shareholders*) e demais partes interessadas (*stakeholders*): clientes, funcionários, fornecedores, comunidade, entre outros.

Nos países anglo-saxões, segundo Borges e Serrão (2005, p. 112), “sua essência está baseada em mecanismos de solução para o conflito de agência, decorrente da assimetria informacional e conflito de interesses entre as partes envolvidas”, neste caso, os acionistas proprietários e os administradores.

De acordo com Malacrida e Yamamoto (2006), a divulgação de informações por parte das empresas é importante para os seus usuários no processo de tomada de decisão. A evidenciação clara, objetiva e completa daquelas, possibilita confiança e segurança ao se decidir por uma alternativa em renúncia a outra.

As Sociedades Anônimas estão sujeitas à divulgação de informações que são obrigatórias por exigência dos órgãos de controle e regulação, porém, outras, são voluntárias, e independem de fatores externos, tais como o próprio respeito aos acionistas e demais *stakeholders*. O próprio Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) trabalha neste sentido, tendo instituído um código da boa governança.

Uma maior evidenciação por parte das empresas, independente da obrigação da divulgação das informações, é um reflexo positivo dessas informações no Mercado de Valores Mobiliários. O resultado será: melhor avaliação financeira das empresas, maior retorno, menor custo de captação e menos flutuação de seus preços no mercado (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

Em resumo, crê-se que uma boa governança corporativa pode criar valor para as empresas e seus acionistas.

## 1.1 TEMA

O tema governança corporativa ganhou notoriedade mundial com os escândalos financeiros, envolvendo diversas corporações americanas, que causaram sérios prejuízos ao mercado e despertaram a atenção da sociedade para a relevância do assunto (BORGES; SERRÃO, 2005, p. 112).

Nos últimos anos o assunto “governança corporativa” tornou-se, no Brasil, preocupação central para empresas, investidores, órgãos reguladores e governo. Isso pode ser observado através de várias iniciativas, como o Novo Código Civil, a

alteração da Lei das Sociedades Anônimas, a Lei de Recuperação de Empresas, a criação do Novo Mercado, os poderes atualmente atribuídos à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que passou a ter *status* de agência reguladora com autoridade administrativa independente, com autonomia financeira e orçamentária e com dirigentes com mandato fixo de cinco anos.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2009), governança corporativa é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da empresa, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Ludícibus (2000, p. 22) afirma que o objetivo da Contabilidade é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões e realizar seus julgamentos com segurança. O autor reforça a importância da evidenciação das informações contábeis, pois através desse meio de comunicação, a contabilidade consegue atingir seu objetivo principal. Todos os eventos que afetem ou que possam vir a afetar a situação patrimonial, econômica e financeira de uma empresa devem ser evidenciados.

De acordo com o exposto acima, pode-se considerar como objetivo central da contabilidade o fornecimento de informações úteis aos seus usuários, no intuito de que possam tomar decisões adequadas, pois é através do processo de evidenciação que a contabilidade busca atender a seus usuários, à medida que os fatos econômicos relevantes são divulgados de forma adequada, justa e plena, seguindo procedimentos contábeis uniformes e consistentes e em uma linguagem simples e que lhes seja acessível.

## 1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Diante do até aqui exposto, e levando em conta o interesse particular deste pesquisador em ter um maior conhecimento sobre o setor de construção civil no Brasil, formula-se a seguinte pergunta-problema:

A prática da boa Governança Corporativa explica o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil listadas na BM&FBovespa?



## 1.3 OBJETIVOS

### 1.3.1 Objetivo Geral

Descrever a governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil.

### 1.3.2 Objetivos Específicos ou Intermediários

- a) Identificar quais são as principais funções da Governança Corporativa e quais as vantagens elencadas na literatura para as organizações que adotam os preceitos recomendados pela mesma;
- b) Descrever as práticas de governança das empresas brasileiras do setor de construção civil;
- c) Classificar as empresas conforme a aderência de suas práticas às recomendações da literatura;
- d) Identificar se existe relação entre a aderência às recomendações de boa governança corporativa e o desempenho financeiro das organizações.

## 1.4 JUSTIFICATIVA

Os princípios e práticas da Governança Corporativa (GC) aplicam-se a qualquer tipo de organização, independentemente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle. Com a legislação mais rigorosa e a cobrança da sociedade, a Governança Corporativa se tornou cada dia mais comum na vida dos profissionais e das empresas. Praticamente todas as empresas nascem como empresas familiares, assim também ocorre no Brasil, onde uma expressiva parcela das empresas S.A. está sob controle familiar.

Um bom sistema de GC pode ajudar a construir a confiança no seio da família controladora, e por sua vez, torna-se um trunfo para a empresa porque permite que cada aspecto da governança funcione e agregue valor, ao mesmo tempo em que permanece alinhado com os outros componentes do sistema de governança. GC diz respeito à administração de riscos, à perenidade das empresas, ao poder

compartilhado e à geração de valor. Pode até ser uma questão de sobrevivência para a empresa.

Partindo-se da tese de que um bom sistema de governança cria valor para as companhias no longo prazo, a análise e a descrição da situação específica do setor de empresas da área da construção civil é interessante, pois não são conhecidos trabalhos anteriores com este foco, sendo também importante para a empresa onde este autor trabalha, que é do mesmo setor.

Cabe o registro de que este setor, a despeito de muito tradicional no Brasil, não apresentava um bom número de empresas listadas em Bolsa. A listagem de empresas deste setor industrial é mais recente, tendo ocorrido a partir de meados da década passada, o que reforça a oportunidade do estudo específico na área.

Assim, nesta oportunidade, este estudo, em princípio mais de caráter descritivo, sobre governança corporativa no setor de construção civil, realizado a partir de adequado embasamento teórico e das experiências profissionais do pesquisador na área, pode contribuir inclusive com propostas de possíveis melhorias a serem implementadas em sua própria empresa, bem como contribuirá para o mercado como um todo e para a academia.

## 1.5 DELIMITAÇÃO DO TEMA

Este estudo foca nas características de transparência de cada empresa, apresentadas nos seus conselhos de administração, adesão destas empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa existentes na BM&FBovespa e no nível de *free float*. Não serão abordados outros mecanismos internos para a redução dos custos de agência e de transação.

O foco deste estudo são as companhias abertas da construção civil brasileira que negociaram ações no período de 2008 a 2012 e que atenderam as características previamente definidas e apontadas na amostra da população alvo.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 A SEPARAÇÃO DO CONTROLE E DA PROPRIEDADE

A estrutura de propriedade e de controle foi citada por Adam Smith, pela primeira vez em 1776, no trabalho *“The Wealth of Nations”*. Este trabalho de Smith denuncia o esbanjamento e a negligência por parte dos administradores quando administram a empresa com recursos financeiros de terceiros.

Já na primeira metade do século passado, Berle e Means (1932) publicaram o trabalho intitulado *“The Modern Corporation and Private Property”*, onde trouxeram à baila o mesmo problema de estrutura de propriedade e de controle. Assim, alinhavaram sua relação aos mecanismos existentes de governança corporativa.

A separação entre propriedade e controle produz uma condição em que os interesses do proprietário e do gestor podem, com frequência, divergir, e dessa forma os mecanismos que anteriormente limitavam o abuso de poder desaparecem [...]

Com a criação dessa nova relação, pode-se dizer que a empresa aberta passa por uma revolução [...] a divisão da propriedade em propriedade formal e o poder associado a ela. Assim, o objetivo corporativo da maximização dos lucros é alterado. (BERLE; MEANS, 1932, p. 6)

Berle e Means (1932) notaram que naquela época o nível tecnológico empregado fazia com que as empresas fossem grandes a ponto de não poderem se manter nas mãos de um único proprietário. Logo, não podiam ser controladas por uma única família ou um único dono.

Por consequência da escassez de riquezas, a propriedade das empresas estaria pulverizada, favorecendo o fortalecimento do poder dos gestores para agir em seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas. Neste momento surge a separação entre controle e propriedade da empresa.

Berle e Means (1932, *apud* Rossetti e Andrade, 2012, p. 72), trataram de três importantes aspectos da evolução do mundo empresarial:

- a) o afastamento entre a propriedade e o controle das grandes corporações;
- b) as mudanças no comando das companhias – dos proprietários para os gestores – e as divergências de interesse entre eles; e
- c) a inadequação das concepções tradicionais sobre o controle das sociedades abertas e sobre o objetivo clássico de maximização do lucro. (ROSSETTI; ANDRADE, 2012, p. 72)

Segundo Victória e Maehler (2007), o divórcio entre o total domínio da propriedade e o controle administrativo da gestão das sociedades anônimas, através do estudo realizado por Berle e Means (1932), culminou nos conhecidos pilares para o desenvolvimento no que conhecemos por Governança Corporativa. O equilíbrio no poder mantém o alinhamento dos interesses entre os gestores (administradores) e acionistas (proprietários), haja vista que, o principal foco das empresas de capital aberto é a maximização do lucro e seu contínuo desenvolvimento.

Os mesmo autores apresentaram evidências empíricas sobre a concentração de propriedade. Entretanto, a limitação de seus dados era que naquela época, com exceção de alguns setores regulamentados, as empresas não eram obrigadas por lei a revelar seus proprietários publicamente, e poucas empresas o faziam voluntariamente.

Segundo Okimura (2003), mesmo estando preocupado com a distinção entre propriedade e controle, Smith não apresentou evidências empíricas sobre a veracidade de sua proposição, pois, naquela época, antes da revolução industrial, a maioria das empresas era fechada, pequena e com sua propriedade nas mãos de famílias ou indivíduos. Isso significaria um sério prejuízo à função social da propriedade privada, já que a maximização de valor buscada pela competição de mercado seria o elo entre a propriedade privada e a utilização eficiente de recursos, uma ligação ameaçada pela estrutura de propriedade que favorecia a redução dos incentivos dos administradores na busca pela maximização do valor.

Segundo Rossetti e Andrade (2012), a dispersão da propriedade e a consequente ausência dos acionistas acarretaram outras mudanças nas companhias. Estes autores citam cinco que mais se destacam:

- a) a propriedade desligou-se da administração;
- b) os “capitães da indústria”, fundadores-proprietários, foram substituídos por executivos contratados;
- c) os objetivos deixaram de se limitar a maximização de lucros;
- d) várias inadequações e conflitos de interesse passaram a ser observados no interior das companhias; e
- e) os conflitos decorrentes de interesses não perfeitamente simétricos levaram a reaproximação da propriedade e da gestão, pelo caminho da difusão e da adoção de boas práticas de governança corporativa. (ROSSETTI; ANDRADE, 2012, p. 71)

À medida que a riqueza na forma de capital acionário foi se dispersando, a propriedade e o controle das companhias deixaram cada vez mais de estar nas

mesmas mãos. Segundo Rossetti e Andrade (2012, p. 72) “o divórcio entre a propriedade e o controle praticamente envolve uma nova forma de organização da sociedade”.

O surgimento das modernas sociedades anônimas viabilizou a concentração do poder econômico, que pode competir com o estado moderno – poder econômico *versus* poder político, cada um forte em seu setor (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Já o controle das companhias maiores, está organizado no formato de sociedades anônimas. Suas ações encontram-se dispersas a disposição de investidores nas bolsas de valores. Em sua maioria, a gestão administrativa está teoricamente separada da propriedade. O gestor da empresa é que passa a ser, o “proprietário” da companhia. Raras vezes este gestor é eleito pelos acionistas, e não são consideradas quaisquer instruções oriundas dos proprietários destas ações.

Nesta seção verificou-se que as causas da separação entre o controle e a propriedade foram, a princípio, em torno do esbanjamento e a negligência dos administradores em relação ao capital de terceiros conforme citado por Adam Smith em 1776, sendo esta constatação reforçada por Berle e Means em 1932. Outro fator determinante foi o crescimento das empresas devido ao nível tecnológico utilizado para a época, também apontado por Berle e Means (1932).

A seguir será abordado o desenvolvimento da Teoria da Firma a luz dos trabalhos acadêmicos publicados.

## 2.2 A TEORIA DA FIRMA

Adam Smith (1776), em *A Riqueza das Nações*, pode ser considerado o primeiro dos estudos sobre um dos principais organismos econômicos, a firma, cujo desenvolvimento originou, mais adiante, ao que denomina-se de Teoria da Firma. Neste sentido, a firma passou de um mecanismo de condução da interação dos agentes econômicos a um organismo com objetivos e peculiaridades.

Coase (1937) foi o pioneiro a tratar da questão da natureza da firma, a partir de seu artigo escrito em 1937. Seu estudo partiu do pressuposto sobre qual a finalidade do surgimento das empresas. Sua existência não pode ser atribuída unicamente ao espírito empreendedor do homem (WILLIAMSON, 2002, p. 13).

A origem da teoria da firma está embasada, primordialmente, em Coase (1937), na visão do autor o objetivo era desenvolver uma teoria que fosse aplicável,

chegando a conclusão que o principal motivo para a constituição de uma empresa está associada ao sistema de mercado.

A produtividade em escala foi uma característica marcante do capitalismo que emergiu ao final do século XX. Essa nova indústria, segundo Veblen (2000), promoveu o aumento do ambiente competitivo. Para o autor, a indústria em geral faz uso de recursos técnicos, processos e produtos, com o objetivo de gerar lucro. O proprietário é o maior interessado ausente deste processo, ou seja, a empresa passa a existir com o objetivo de maximizar o seu ganho.

Segundo os autores Alchian e Demsetz (1972), há duas condições determinantes para o surgimento da firma:

- a) a possibilidade de aumentar a produção através de equipes bem orientadas;
- b) a economia proporcionada pela produtividade, a partir da observação do comportamento.

Para Coase (1937) outros fatores propiciaram a expansão da empresa:

- a) menores custos de organização, com aumento nas transações;
- b) menor probabilidade do empreendedor cometer erros, crescimento das transações; e
- c) a redução no preço de fornecimento dos fatores de produção para empresas de portes maiores.

Diante destas informações, pode-se dizer que o tamanho da empresa é determinado através dos custos de transação e pela sua capacidade administrativa. Neste momento, tornou-se crucial a separação entre controle e propriedade. Haja vista que a expansão da empresa exigiu uma administração com maior conhecimento de mercado. O afastamento do proprietário da gestão propiciou o surgimento do conflito de agência, conceito este que será abordado mais adiante.

Müssnich (1979, *apud* Camargos e Coutinho, 2008) identificou o surgimento do desenvolvimento da empresa com o empresário, seu fundador, que primeiramente possuía o poder de decisão diante dos assuntos empresariais. A segunda fase está ligada ao surgimento dos profissionais administradores que com conhecimento especializado, assumiram gradualmente funções executivas com poder de decisão, que antes eram dos proprietários. O poder adquirido por estes administradores não foi em função do capital, e sim através do seu conhecimento. O

acelerado desenvolvimento das empresas também aumentou o número de investidores.

Através do crescimento da empresa os proprietários passaram a exercer um número maior de atividades e ter maior poder. Na segunda fase, ao se deparar com dificuldades financeiras que limitavam seu desenvolvimento, estas empresas abriram seu capital, dispersando a sua propriedade e controle dentre diferentes acionistas, o que demonstra que houve a separação entre a propriedade e o controle (CAMARGOS; COUTINHO, 2008).

A partir deste momento os conflitos de interesses se tornaram notórios, exatamente quando ocorreu a migração do poder de decisão do empreendedor para os administradores. Assim, de acordo com Kloeckner (1994), surgiram dois tipos distintos de propriedade:

- a) a propriedade passiva: conferida aos acionistas que, apesar de serem os proprietários legais e os receptores do lucro líquido da firma, não desejam ou não podem exercer isoladamente os seus direitos, por atribuir o poder da tomada de decisão a terceiros (administradores);
- b) a propriedade ativa: detida pelo administrador, a quem os acionistas confiam sua riqueza e têm a responsabilidade de sua administração.

Williamson e Winter (1993) destacam que os custos para executar contratos no mercado variam de acordo com as características dos gestores envolvidos e aumento o custo das transações dentro das empresas.

Nesta seção verificou-se que o surgimento da teoria da firma teve origem no crescimento econômico e no ambiente competitivo. A busca pela redução dos custos de transação e a maximização dos lucros tornou a administração especializada e profissional.

### 2.3 A TEORIA DA AGÊNCIA

A teoria da agência foi embasada nos problemas de estrutura de propriedade. Tais problemas se referem às oportunidades dos gestores realizarem a expropriação do capital dos investidores, visando a maximização do ganho pessoal e não exatamente o retorno aos investidores, motivo principal para o qual foram contratados.

Os estudos iniciais voltados para a identificação da teoria de agência foram os de Spence e Zeckhauser (1971) e Ross (1973), que analisaram a remuneração dos administradores, considerados como agentes, e o enquadramento dos seus interesses com os dos acionistas investidores, chamados de principal.

A formalização da teoria de agência foi pela primeira vez apresentada de forma mais abrangente por Jensen e Meckling (1976), onde cita ainda que os problemas de agência oriundos do conflito de interesses são existentes nas atividades que existe cooperação entre indivíduos, ocorra ou não com a situação de hierarquia entre principal-agente.

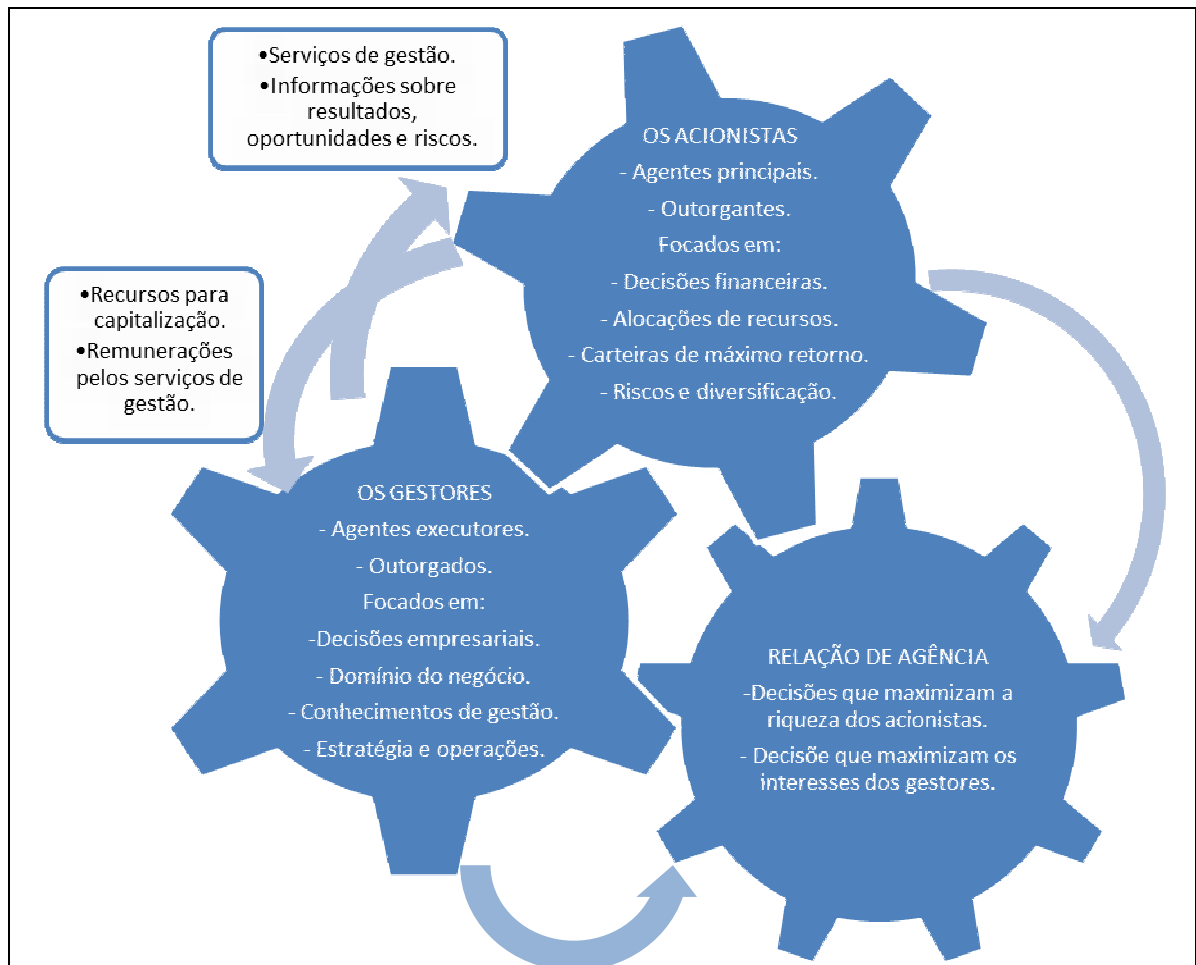
Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato onde uma ou mais pessoas (o principal) emprega uma outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente.

Posner (2000), afirma que é um relacionamento no qual um indivíduo é beneficiado quando outro indivíduo desempenha uma tarefa para o primeiro. Nesta relação, é possível notar a existência do conflito de interesses entre o principal e o agente.

Muitos autores seminais tais como: Jensen e Mackling (1976), Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972), definem a relação principal-agente como um contrato em que uma das partes (o principal) pactua com a outra parte (o agente) a desempenhar algum serviço em seu nome, e que envolve uma delegação de autoridade ao agente, o que poderá ser evidenciado através da figura 1:



Figura 1 - Origem dos conflitos de agência



Fonte: Rossetti e Andrade (2012) adaptado pelo autor.

A figura 1, representada acima, demonstra a relação geradora de conflitos entre o principal e o agente. Esses conflitos são velados por existir interesses de ambas as partes em relação ao seu ganho individual.

Jensen e Meckling (1976) afirmam que quando dois indivíduos são maximizadores de utilidade, existe uma boa razão para acreditar que os agentes não agirão na defesa do melhor interesse do principal.

Conforme Camargos e Coutinho (2008) as grandes corporações estão organicamente contaminadas pela relação de agência, que representa uma transferência de poder através de um contrato em que uma ou mais pessoas (principais) outorgam autoridade a terceiros (agentes), para zelarem por seus interesses.

O trabalho de Fama e Jensen (1983) descreveu a função desempenhada pelo Conselho de Administração como um organismo de controle e informação que os

acionistas investidores de grandes empresas podem se utilizar para reduzir o oportunismo dos administradores.

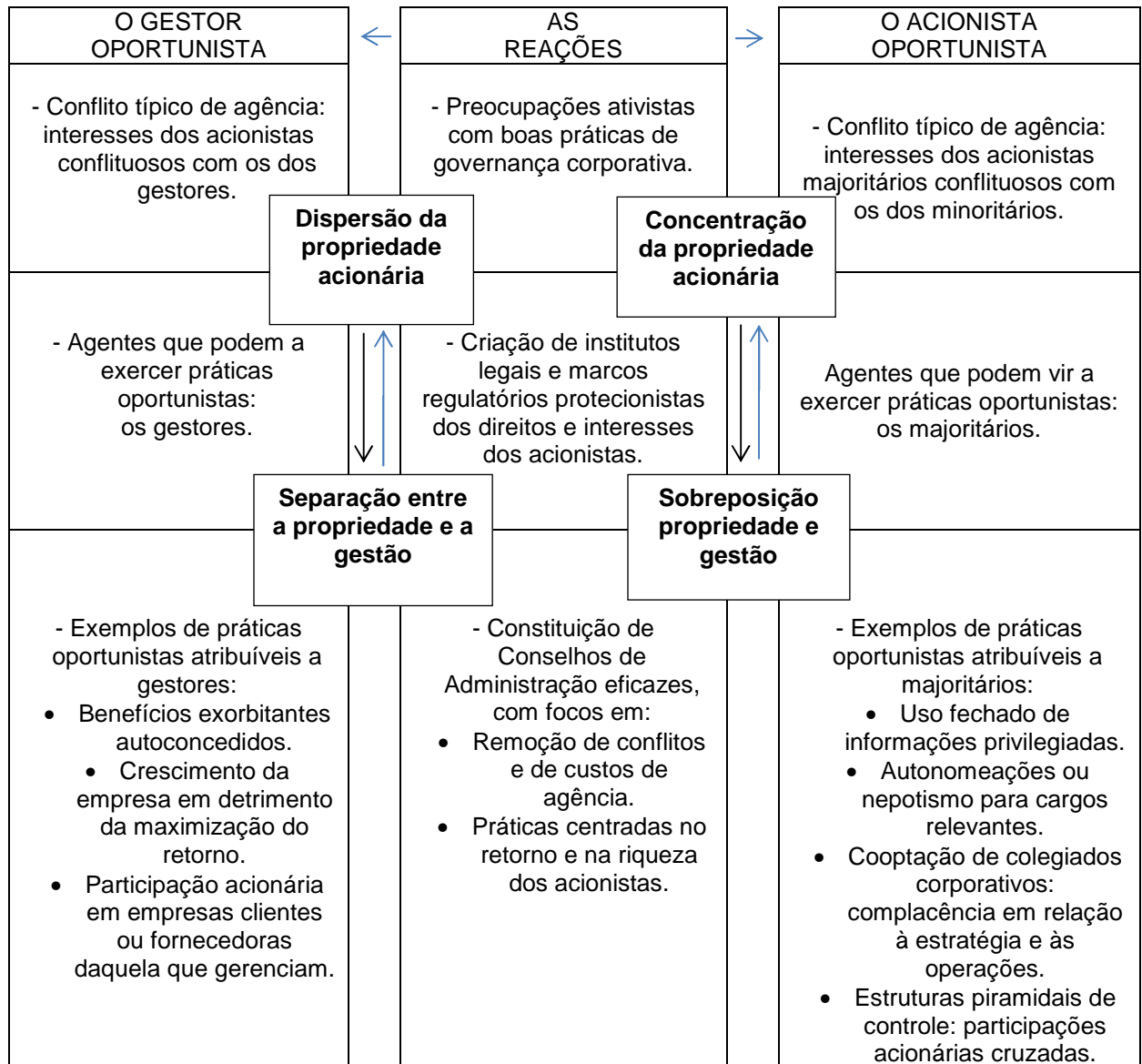
Por esta análise a empresa pode ser definida como um conjunto de contratos, tanto formais como informais, constituída por uma sociedade, dividida por ações, onde o foco é maximizar a riqueza dos seus proprietários ou investidores.

A teoria da agência é focada no relacionamento que existe entre o principal e o agente porque eles possuem diferentes funções de utilidade; por consequência, espera-se que as decisões dos agentes sejam onerosas para o principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Um dos estudiosos desta teoria, Jensen (2000), começa o primeiro capítulo do livro "*A Theory of the Firm: governance, residual claims, and organizational firms*" afirmando que a governança corporativa é um assunto de extrema importância para os acionistas investidores porque dependem dos objetivos dos administradores que determinam os rumos da empresa.

A figura 2 destaca a reação frente o desenvolvimento de boas práticas de governança que protegem os investidores das ações de administradores oportunistas no processo decisório.

Figura 2 - Raízes de conflitos de agência proprietários-gestores



Fonte: Rossetti e Andrade (2012, p. 88)

A figura 2 demonstra como a boa governança pode reprimir o comportamento do gestor e do acionista oportunista em detrimento ao ganho do acionista minoritário.

## 2.4 CONCEITO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Segundo Lodi (2000) a era da Governança Corporativa (GC) começou em 1992 quando foi derrubado Robert Stempel, presidente da empresa *General Motors* e do seu Conselho de Administração.

Correia e Amaral (2006, p. 47), afirmam que “não há uma definição única e universal para o termo governança corporativa”. Mesmo assim, os estudos já realizados apontam como GC todos aqueles instrumentos desenvolvidos para o bom gerenciamento da empresa em prol dos interesses dos seus *stakeholders*.

Governança corporativa, conforme escreve Siffert (1998, p. 2), se refere aos “sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação”, a ideia é fazer com que os gestores decidam sempre considerando a melhor destinação dos recursos visando maximizar o lucro de todos os acionistas, inclusive dos minoritários.

O *Cadbury Report* (apud Lodi 2000, p. 24) define-a como “o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas. Ela coloca os conselheiros de administração no centro de qualquer discussão sobre GC”.

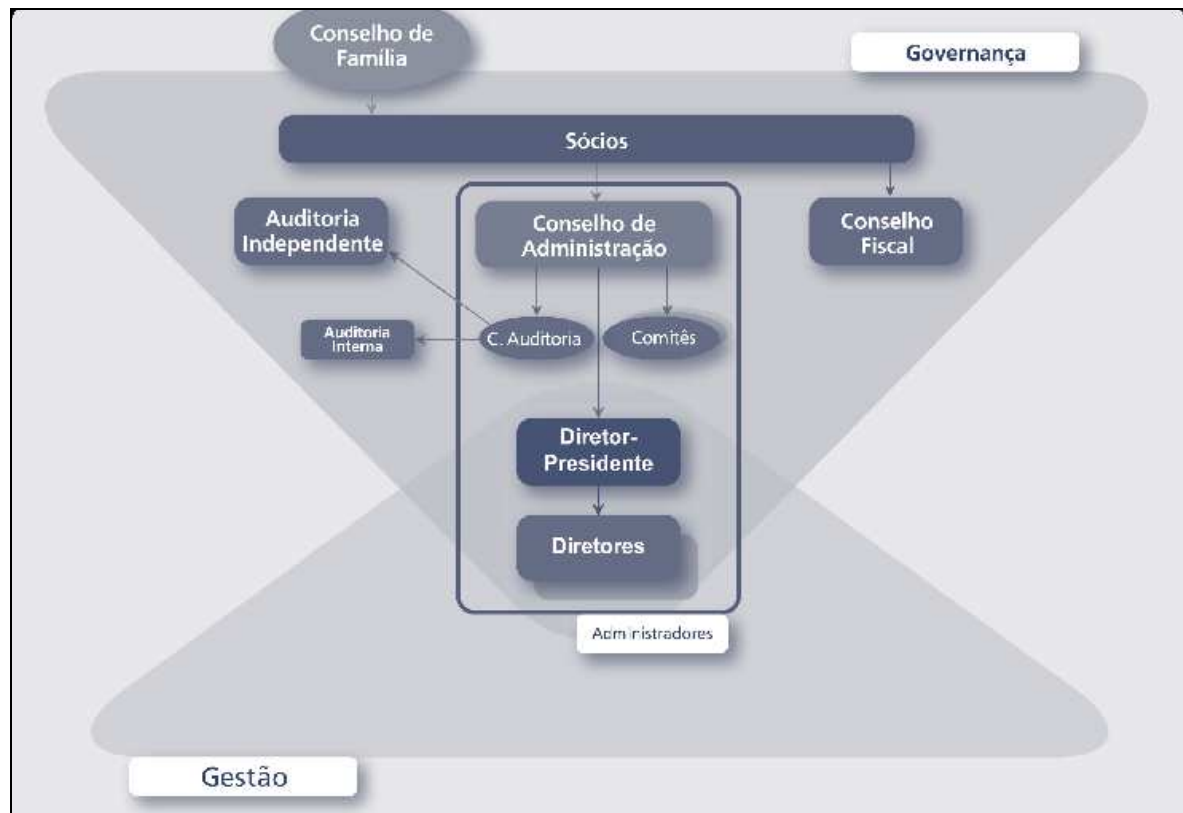
Lodi (2000, p. 13), chama de governança corporativa o “sistema de relacionamento entre os acionistas, os auditores independentes, os executivos da empresa e os conselheiros de Administração, liderados por estes últimos”. Este mesmo autor é enfático ao afirmar: “A governança corporativa é uma ideia capital e de extrema atualidade” (LODI, 2000, p. 17).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define Governança Corporativa como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle”. E destacam que as boas práticas de governança convertem princípios em recomendações objetivas, ajustando interesses com o objetivo de manter o valor da empresa, facilitando o acesso a fontes de recursos e contribuindo para sua manutenção e longevidade.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nos apresenta uma descrição mais abrangente e direta, focada no desempenho da empresa e da proteção, principalmente, do mercado de valores e do capital de terceiros.

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p.1).

Figura 3 - Sistema de governança corporativa



Fonte: Cartilha IBGC (2009, p. 16).

Na Figura 3 é possível observar como a governança corporativa abrange todos os atores envolvidos na gestão de uma empresa. Esta abrangência como visto anteriormente, visa reduzir os conflitos de interesse entre as partes envolvidas na administração da empresa.

No Brasil, o IBGC adota essa ótica financeira de governança corporativa, haja vista que a define como sendo “as práticas e os relacionamentos entre os acionistas/cotistas, Conselho de Administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital”.

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2004), mantém sua atenção voltada aos acionistas, no direito ao voto, na publicação e facilidade de acesso as informações, na proteção dos acionistas minoritários e nas responsabilidades do Conselho de Administração.

Uma boa governança presente e atuante proporcionará que qualquer empresa seja administrada de forma prudente e rentável. Podendo assim melhorar o desempenho da companhia, oferecer aos investidores a preferência de seus

interesses e permitir que estejam protegidos contra os abusos de poder do controlador sobre minoritários, da diretoria sobre acionistas e dos administradores contra acionistas e terceiros.

A boa governança refere-se, assim, ao conjunto de relações entre a gerência corporativa, o conselho administrativo e os demais grupos que possuem algum vínculo direto com a empresa.

Nos próximos capítulos revisaremos os princípios básicos, objetivos e funções da boa governança corporativa e como podem ser aplicados a administração.

#### 2.4.1 Princípios Básicos de Governança Corporativa

De acordo com o IBGC (2009), os princípios básicos de Governança Corporativa são: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. Abaixo transcrevemos cada uma delas visando um melhor entendimento.

- a) **Transparência:** A transparência resulta em clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Estas informações não devem se restringir ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.
- b) **Equidade:** O próprio nome já demonstra que atitudes ou políticas que promovam a discriminação, sob qualquer título, são totalmente inaceitáveis. Este princípio é caracterizado pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*).
- c) **Prestação de Contas:** Os sócios, administradores (conselheiros de administração e executivos/gestores), conselheiros fiscais e auditores, também chamados de agentes de governança, devem prestar contas de sua atuação, assumindo as consequências de seus atos e omissões.
- d) **Responsabilidade Corporativa:** Este princípio estimula os agentes de governança a zelar pela sustentabilidade das organizações, com vistas a

sua longevidade, implantando normas de ordem social e ambiental na definição dos negócios.

Segundo a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE (2004), a empresa com uma boa GC, na área de mercado de capitais, observa os seguintes princípios:

- a) **Assegurar a base para um enquadramento eficaz da administração das empresas:** O alinhamento desta administração deve promover mercados transparentes e eficientes. Estar em conformidade com este princípio é dar o direito a ver claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis.
- b) **Os direitos dos acionistas investidores e funções fundamentais do seu exercício:** O alinhamento da administração das empresas deve garantir a proteção e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas investidores.
- c) **O tratamento equânime dos acionistas investidores:** O alinhamento da administração das empresas deve garantir a igualdade de tratamento para todos os acionistas investidores, incluindo os minoritários e estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violação dos seus direitos.
- d) **O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades:** O alinhamento da administração das empresas deve resguardar os direitos consagrados, ou firmados através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação ativa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.
- e) **A divulgação de informação e transparência:** O alinhamento da administração das empresas deve assegurar a divulgação no prazo legal e clara de todas as informações relevantes relativas à sociedade, principalmente no que diz respeito à situação financeira, desempenho, participações e administração da empresa.
- f) **As responsabilidades do Conselho de Administração:** O alinhamento da administração das empresas deve assegurar a gestão estratégica, o

acompanhamento e a fiscalização da gestão pelo Conselho de Administração e a responsabilização do Conselho de Administração perante a empresa e os seus acionistas investidores.

#### **2.4.2 Objetivos e Funções da Governança Corporativa**

A Comissão de Valores Mobiliários - CVM, em suas recomendações sobre governança corporativa, sustenta que as boas práticas de governança auxiliam na decisão de investimento, pois estabelecem o nível e as formas de atuação de investidores na companhia.

Ressalta, também, que uma gestão orientada por tais práticas tem por finalidade aumentar o valor da empresa, uma vez que repercute na redução do custo de capital, elevando, por conseguinte, a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

De acordo com Motta, Silveira e Borges (2006), o objetivo da Governança Corporativa é contribuir para que a empresa possa alcançar níveis globais em transparência, *accountability* e equidade. Quanto maior for a evidência dessas três linhas na cultura, na organização e na estratégia da companhia, maior será o grau de conformidade das empresas com este mecanismo.

Motta, Silveira e Borges (2006, p. 195), apresentam quatro importantes considerações sobre as bases da governança corporativa:

- a) Transparência, *accountability* e equidade constituem a face mais conhecida – o cartão de apresentação – da governança corporativa. A apresentação e a divulgação que dela se fazem, no meio acadêmico, no ambiente de negócios e na mídia, são frequentemente tecidas com base nesses três pilares;
- b) Cada um dos três tem significado de fácil assimilação, mesmo para o leigo. [...] ao mesmo tempo que fazem uma síntese da governança corporativa, representam progresso metodológico [...].
- c) É fácil para um observador externo com alguma experiência identificar a governança corporativa numa organização, com base na presença dos três pilares [...].
- d) Finalmente, há uma característica que diferencia, claramente, variáveis do sistema e pilares da governança corporativa: as primeiras são práticas objetivas de gestão cuja adoção tem os últimos como resultado (subjeto, intangível), que se situa na área de percepção.



### 2.4.3 Governança Corporativa e Controle Interno

Perez Junior (2006, p. 49), escreve que “os controles internos administrativos compreendem [...] todos os métodos e procedimentos relacionados com a eficiência operacional e a obediência às políticas administrativas”. Para Crepaldi (2004), este controle é concernente à eficiência operacional e à vigilância gerencial.

Segundo Attie (1998), o controle interno tem quatro objetivos básicos:

- a salvaguarda dos interesses da empresa;
- a precisão e a confiabilidade dos informes e relatórios contábeis, financeiros e operacionais;
- o estímulo à eficiência operacional; e
- a aderência às políticas existentes (ATTIE, 1998, p. 117).

Segundo Crepaldi, (2004, p. 241), os controles internos “encontram-se em todas as áreas das empresas modernas”. Quando exercido adequadamente, o controle assume importância fundamental, atingindo os resultados mais favoráveis com menores desperdícios.

Controle interno é formado pelo plano de organização e de todos os métodos e procedimentos adotados internamente pela empresa para proteger seus ativos, controlar a validade dos dados fornecidos pela contabilidade, ampliar a eficácia e assegurar a boa aplicação das instruções da direção (CREPALDI, 2004, p. 242).

Segundo Perez Junior (2006), o controle interno compreende o plano de organização e o conjunto integrado de métodos e procedimentos adotados pela empresa na proteção do seu patrimônio, pela obtenção de informação desejada, promoção da obediência às políticas da administração, e da eficácia operacional.

Podemos considerar, de forma análoga, que o sistema de controle interno constitui o “sistema nervoso” de uma organização e o sistema de informações contábeis, constitui a “memória” da empresa.

O “sistema nervoso”, traduzido por um adequado sistema de controle interno, permite o desenvolvimento das atividades da empresa no devido tempo. Na “memória” entendida pelo sistema contábil de informações, ficam registrados os dados das operações realizadas cumulativamente. Se mantido um eficiente “sistema nervoso”, é de se pressupor que haverá uma boa “memória”.

O controle interno faz referência aos procedimentos, planos de organização, métodos e medidas coordenadas adotadas de modo permanente pela organização.

A Auditoria Interna, segundo Rossetti e Andrade (2012), não é habitualmente destacada como órgão de governança, mas como um dos serviços corporativos de apoio da Direção Executiva.

O papel básico da Auditoria Interna é o de organizar o ambiente interno de controle, formalmente focado em *compliance*. A robustez do ambiente de controle começa, efetivamente, com a definição, pela Alta Administração, dos balizamentos éticos de seu código de conduta; envolve as condições infra-estruturais disponibilizadas para o exercício eficaz da controladoria; e se completa com a criação de processos e de práticas formais e contínuas, abrangendo permanentemente todas as áreas da companhia (ROSSETTI; ANDRADE, 2012, p. 275).

Bergamini Junior (2005) destaca os seguintes aspectos sobre o papel da Auditoria Interna em relação a objetivos de *compliance*, desdobrados em duas áreas de controle, a do alinhamento a normas internas e a do atendimento a normas externas, decorrentes de leis e regulamentos. Destaca ainda a evolução recente do papel deste órgão:

- a) A Auditoria Interna é um órgão de controle interno da empresa, responsável pela verificação do gerenciamento de riscos operacionais em relação a exigências internas e externas;
- b) O gerenciamento dos riscos operacionais envolve a inibição de fraudes, a minimização de erros nos processos utilizados pela empresa e a redução de falhas nos sistemas, principalmente os de tecnologia da informação;
- c) As atribuições da Auditoria interna são bem conhecidas, contudo seu papel vem evoluindo: inicialmente, sua função estava ancorada na análise das transações, visando inibir fraudes; a seguir esteve focada na avaliação dos controles internos, de forma abrangente, com o objetivo genérico de reduzir os erros; a abordagem atualmente está centrada na avaliação dos controles internos sob a ótica de risco, com a finalidade de otimizar o processo de gestão;
- d) A mudança de um enfoque tradicional para o foco em riscos vem acarretando alterações significantes no escopo do trabalho da Auditoria Interna. O enfoque tradicional era voltado para a inspeção, detecção e reação aos riscos das operações. Os testes de conformidade aplicados

eram elaborados com base em programas de trabalho endereçados aos objetivos de controle padrão. A nova abordagem exige uma visão mais ampla e aprofundada dos controles internos. A ênfase dos trabalhos está em uma postura mais comprometida com a profundidade organizacional e os ganhos de eficiência e está voltada para a verificação da qualidade de gestão dos negócios da empresa;

- e) O processo de apuração de fraudes se afasta gradativamente do âmbito das atribuições de uma moderna unidade de Auditoria Interna, pois estes trabalhos estão sendo canalizados para outras unidades da empresa, sendo solucionados no âmbito da Ouvidoria ou do Comitê de Ética.

De acordo com Rossetti e Andrade (2012) o *empowerment*, ou delegação de autoridade da Auditoria Interna com foco em riscos atribuiu-lhe um papel relevante no ambiente de governança, em atuação sinérgica com o Conselho Fiscal, com a Auditoria Independente e com o Comitê de Auditoria. Sua importância tem evoluído paralelamente com o desenvolvimento de boas práticas de governança corporativa, uma vez que estas dificilmente se efetivam sem controles internos de alta eficácia operacional e estratégia.

#### **2.4.4 Sistema de Governança Corporativa no Brasil**

As mudanças no cenário competitivo, como a maior estabilidade econômica, a globalização e a maior dificuldade de acesso a recursos a um custo competitivo, junto com mudanças internas na estrutura de liderança, colocam o atual modelo de governança corporativa no Brasil sob a intensa pressão. Está ocorrendo uma mudança rumo a um modelo emergente. Mas há barreiras a esta transição e ainda é cedo para avaliar se ela será suficiente para as empresas competirem globalmente (MCKINSEY & COMPANY e KORN/FERRY INTERNATIONAL *apud* ROSSETTI; ANDRADE, 2012, p. 395).

A Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 das Sociedades por Ações, em substituição ao Decreto-Lei 2.627, de 26 de setembro de 1940, segundo Okimura (2003), inaugurou a era das Sociedades por Ações no Brasil. A primeira lei estava voltada para empresas familiares e não teve êxito em democratizar e expandir o acesso ao capital do acionista investidor.

Segundo Andrezo e Lima (2002), a intenção do governo era atrair a poupança para o investimento em ações e a Lei 6.404/76 mostrou-se mais apurada e de maior

abrangência. A Lei de 1976 incluiu melhoras consideráveis, tais como o Conselho de Administração, a representatividade de votos e novas regras contábeis.

Um dos fundamentos da Lei de 1976, de acordo com Rossetti e Andrade (2012), foi a autorização para a emissão de ações preferenciais até o limite de dois terços das ações emitidas, confiando às empresas a definição, em seus próprios estatutos, dos direitos dos proprietários dessas ações.

Segundo o mesmo autor, às ações preferenciais não se conferia o direito de voto, isolando seus detentores de processos que envolvessem o controle da companhia e a definição de seus rumos: em contra partida, asseguravam direitos diferenciados quanto à distribuição de dividendos ou ao reembolso de capital.

De acordo com Okimura (2003), a partir de 1996, a Lei 6.404/76 passou por alterações, sendo a primeira modificação promovida pela medida provisória 1.334/96 e que foi reeditada algumas vezes e convertida na Lei 9.447/97, onde reforçou a definição das competências do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários com relação às instituições financeiras.

A seguir, a Lei 9.457/97 alterou a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, que segundo Andrezo e Lima (2002), foi objetivando restaurar a credibilidade do mercado de capitais, oferecendo mais instrumentos para a CVM inibir e punir a prática de ilícitos no mercado financeiro, cada vez mais sofisticados e envolvendo maiores volumes de recursos.

Para Rossetti e Andrade (2012), na transição do século XX para o XXI, o Brasil assistiu um impactante conjunto de reformas em estatutos legais, seguido de novas regulações e recomendações da CVM, que mudaram o cenário da governança corporativa no país. As duas reformas de maior impacto foram a lei das Sociedades por Ações, em 2001, e a do Código Civil, em 2002.

A esse conjunto de novas disposições legais, que mudou alguns dos marcos institucionais de gestão das empresas no Brasil, somaram-se novas iniciativas de outras forças externas às empresas, entre elas as recomendações da CVM sobre governança corporativa, levadas ao mercado em 2002 (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

O mesmo autor acrescenta que em 2000, ocorreu a criação do Novo Mercado, e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo. Esta entrou nas iniciativas que tem correspondido, nos últimos anos, à busca por altos padrões de governança nas empresas no Brasil. A

sinalização dessa iniciativa não é diferente da emitida pela CVM quando da edição de sua “cartilha” de melhores práticas.

A adesão ao Novo Mercado criado pela Bolsa de Valores de São Paulo é voluntária. Mas, segundo Rossetti e Andrade (2012), pelas condições em que opera o sistema corporativo no Brasil, as regras estabelecidas para a adesão a esse mercado são restritivas, entre elas a da existência de apenas uma classe de ações, as ordinárias, com direito a voto.

Silveira (2002), afirma que as mudanças ocorridas nos anos 90, decorrente da estabilidade econômica e abertura de mercado, além da maior dificuldade de obtenção de financiamento, levaram as empresas brasileiras a acessar os mercados de capitais nacionais e até mesmo internacionais.

A necessidade de recursos a custos reduzidos, ainda Silveira (2002, p. 33), motivou as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, “principalmente nos aspectos de maior consideração dos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização do Conselho de Administração”.

Tentando superar as inadequações da lei, estão estabelecidos cinco mercados no país (ROSSETTI; ANDRADE 2012, p. 449):

- a) O mercado tradicional, com regras de listagem definidas em lei e regulamentadas pela CVM;
- b) O mercado diferenciado para listagem de empresas Nível 1 de Governança Corporativa;
- c) O mercado diferenciado para listagem de empresas Nível 2 de Governança Corporativa;
- d) O Novo Mercado; e
- e) O Bovespa Mais.

#### **2.4.5 Conselho de Administração e Seu Papel na Governança Corporativa**

No ambiente de governança corporativa, quando estruturado segundo os códigos de melhores práticas, o Conselho de Administração é o órgão guardião dos interesses dos proprietários (ROSSETTI; ANDRADE 2012).

Isto equivale a dizer que se trata de um órgão de caráter nuclear, dotado de poderes emanados da Assembléia Geral, em torno do qual giram os demais órgãos da administração.

Entre suas funções essenciais cabe destacar, genericamente, segundo Rossetti e Andrade (2012), a de atuar como ligação fiduciária entre a Propriedade e a Diretoria Executiva, no monitoramento de todo um conjunto de riscos de gestão e de conflitos e custos de agência. É esta função que torna o Conselho de Administração a mais importante força interna de controle das corporações.

De acordo com Lodi (2000), o Conselho de Administração é um órgão deliberativo representante dos interesses dos acionistas, cuja missão consiste em zelar pela segurança e favorável evolução dos valores patrimoniais da sociedade e das empresas controladas e coligadas.

Chama-se de governança corporativa o papel que os Conselhos de Administração passaram a exercer para melhorar o ganho dos acionistas e arbitrar os conflitos existentes entre acionistas, administradores, auditores externos, minoritários, conselhos fiscais (no Brasil) e os *stakeholders*: empregados, credores e clientes (LODI 2000).

Lodi (2000) afirma que “o conselheiro tem obrigações de longo prazo e de confiança para com empregados, fornecedores e clientes, mas deve assegurar o sucesso da empresa e o seu dever fiduciário para com o acionista”.

As quatro palavras inglesas, segundo Lodi (2000), que clarificam com precisão a missão do Conselho:

- *fairness*, traduzida por senso de justiça e de equidade para com os acionistas minoritários contra as transgressões de majoritários e gestores;
- *disclosure*, usualmente chamada de transparência, com dados acurados, registros contábeis fora de dúvida e relatórios entregues nos prazos combinados;
- *accountability*, ou responsabilidade pela prestação de contas por parte dos que tomam as decisões pelas decisões de negócios; e
- *compliance*, ou obediência e cumprimento das leis do país. (LODI, 2000, p. 19)

O principal mecanismo interno para a redução dos custos de agência entre os acionistas e os gestores; entre os acionistas controladores e os minoritários é representado pelo Conselho de Administração. Em diversas ocasiões o termo governança corporativa tem sido associado ao papel ativo e independente do Conselho de Administração, embora, o tema governança, possua uma amplitude

maior e o conselho seja um dos elementos que compõem o sistema de governança corporativa.

Fama e Jensen (1983, p. 303) afirmam que o processo decisório da alta gestão envolve quatro etapas, duas das quais devem ser de exclusiva responsabilidade do conselho: a ratificação das decisões relevantes e o monitoramento da alta gestão.

De forma geral, o processo de decisão passa por quatro etapas:

- a) iniciação - a geração de propostas para utilização de recursos e estruturação de contratos;
- b) ratificação - escolha das iniciativas de decisão a serem implementadas;
- c) implementação - execução das decisões ratificadas; e
- d) monitoramento - medição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensas. (FAMA; JENSEN 1983, p. 303, tradução nossa)

Fama e Jensen (1983) mencionam que como as etapas de iniciação e implementação são alocadas pelos mesmos agentes (gestores), ambas podem ser combinadas sob a denominação de decisões de gestão. De igual maneira, as etapas de ratificação e monitoramento podem ser combinadas sob a denominação de decisões de controle.

Nas companhias onde há separação de controle e propriedade os gestores não arcam com os efeitos da perda de riqueza resultado das suas decisões, é preciso que tais decisões de controle sejam alocadas no Conselho de Administração, e que estes a executem de forma eficaz para garantir a sobrevivência da empresa.

Fama e Jensen (1983), afirmam que a separação das decisões de gestão das decisões de controle não precisa ser total, pois o termo significa que, para determinada decisão, o agente não poderá exercer os direitos de gestão e controle, exclusivamente.

A quebra de grandes bancos brasileiros como o Nacional, o Econômico e o Bamerindus, trouxe à luz os delicados problemas de relação entre os acionistas, os Conselhos de Administração e as Auditorias Externas. Descobriu-se que no falido Banco Nacional todo o Conselho era composto com pessoas do mesmo sobrenome (LODI 2000).

Charan (2010) traz como exemplo a crise financeira de 2008. Muitos dos conselhos não se responsabilizaram pela estratégia da empresa.

Provas de seu fracasso em garantir que as empresas tenham uma estratégia clara e convincente com níveis de risco apropriados vêm se acumulando. A Motorola, Yahoo!, Sears e os fabricantes de automóveis de Detroit vêm a mente como exemplos disso (CHARAN, 2010, p. 57).

O mesmo Charan (2010, p. 58) afirma que “um conselho que se envolve na estratégia é a melhor ajuda que um CEO pode ter. Os membros do conselho podem abrir os olhos da administração para pontos cegos, [...] aconselhar a administração a ser mais cautelosa quando os riscos são altos demais”.

Muitas das empresas que reagiram rapidamente à crise financeira de 2008 eram organizações em que o CEO e o conselho conversavam com mais frequência do que nunca e abertamente sobre a estratégia no meio do furacão (CHARAN, 2010).

#### **2.4.6 Composição do Conselho de Administração**

De acordo com Silveira (2002), todos os códigos ou cartilhas de governança destacam sobre a importância de a empresa possuir um Conselho de Administração independente composto por membros externos/independentes da empresa (não executivos), como forma de melhorar a tomada de decisão e aumentar o valor de empresa. Segundo este autor, esta recomendação vai ao encontro de que a principal função do conselho é monitorar a gestão da empresa e que somente conselheiros profissionais e independentes podem ser eficazes.

Segundo as recomendações do IBGC (2010, p. 38) quanto à independência do Conselho de Administração:

Cabe destacar a importância dos conselheiros independentes no contexto de uma organização em que não há controle definido e as ações estão pulverizadas. Neste caso, a gestão da organização passa a ter um papel predominante, que deve ser contrabalançado pela maior presença de membros independentes do conselho. Esses deverão ter cuidado particular da supervisão dos gestores.

Este senso comum é reforçado por Fama e Jensen (1983 p. 321), que afirmam que a inclusão de conselheiros profissionais externos e não executivos aumenta a independência do conselho e reduz as chances de conluio dos gestores com objetivo de privar ou reduzir a riqueza dos acionistas. Eles ressaltam que os conselheiros externos teriam interesse em construir a reputação como monitores



eficazes. Porém, a reputação de um conselheiro que não cria problemas para os gestores também poderia ser interessante para os conselheiros.

Jensen (1993, p. 52), afirma que os conselheiros internos que possuem cargos de gestores ou estão diretamente vinculados a administração da empresa tem menor interesse em monitorar o desempenho dos gestores executivos, porque a evolução das suas carreiras depende em grande parte do gestor executivo. Para Jensen (2000, *apud* Silveira, 2002):

[...] como a possibilidade de uma atitude de animosidade e retribuição do diretor executivo é muito grande, é quase impossível para aqueles que se reportam diretamente ao diretor executivo participarem de forma aberta e crítica na avaliação e monitoramento do diretor executivo. Portanto, o único membro interno (executivo) do Conselho de Administração deve ser o diretor executivo (JENSEN, 2000, p. 52).

Charan (2010) afirma que “sem dúvida, o papel do conselho passou da governança passiva à liderança ativa com o delicado equilíbrio de evitar o microgerenciamento”. Trata-se de liderança em grupo, e não de liderança por uma pessoa nomeada. Esse grupo precisa da composição certa para ter sucesso. Com a correta composição, um conselho pode criar valor; com a equivocada, ele pode destruir valor.

[...] os conselheiros, como um grupo, devem ter as habilidades específicas e perspectivas necessárias para cumprir suas responsabilidades. Essas responsabilidades devem corresponder às necessidades da empresa em seu contexto macroeconômico e competitivo atual e devem evoluir com os tempos (CHARAN, 2010, p. 2).

De acordo com Charan (2010), os conselhos precisam assegurar que seus membros tenham a expertise específica para fazer as perguntas certas e garantir que o desempenho de um bom CEO melhore ainda mais, para afetar a escolha de metas de curto e longo prazos por parte da empresa, para analisar e aprovar a estratégia e para manter relacionamentos com *stakeholders* como ativistas e legisladores.

O Conselho de Administração, segundo Lodi (2000):

[...] pode ser composto de um presidente e até oito conselheiros, variando o número total entre seis e nove membros, eleitos em Assembleia Geral, competindo ao presidente do Conselho nomear dentre os membros um vice-presidente, que o substituirá em suas ausências e impedimentos. Os

conselheiros serão eleitos ou reeleitos em assembleia geral, entre pessoas de elevada reputação e competência e por ela destituíveis a qualquer tempo. O mandato é de dois anos e exercerão as suas funções e terão as suas remunerações fixadas de conformidade com as disposições e estatuto da sociedade (LODI, 2000, p. 78).

Quanto ao número de conselheiros, o IBGC (2010, p.36) determina:

O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros.

De acordo com a cartilha da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (2002, p.11), o conselho deve:

[...] ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia. Para companhias com controle compartilhado, pode se justificar um número superior a nove membros.

Entre as questões ligadas às atribuições e responsabilidades do Conselho de Administração, Rossetti e Andrade (2012) destacam as três seguintes como as de maior importância:

- Separação ou sobreposição de funções: presidente do Conselho de Administração e presidente da Diretoria Executiva;
- Grau de envolvimento: que tipo de Conselho de Administração se deseja construir, com clara indicação daquele que é mais apropriado para a companhia, dados os seus desafios, as suas deficiências, o seu momento e o seu estágio de desenvolvimento;
- Missão e áreas de atuação: definições harmonizadas com o tipo definido de Conselho de Administração mais adequado para a companhia (ROSSETTI; ANDRADE, 2012, p. 278).

Conforme recomendado pelo IBGC (2010, p.35), deve haver separação entre as funções do presidente do Conselho de Administração e o Diretor Presidente:

As atribuições do presidente do conselho são diferentes e complementares às do diretor-presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo das funções de presidente do conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa. É recomendável que o diretor-presidente não seja membro do Conselho de Administração, mas ele deve participar das reuniões de conselho como convidado.

De acordo com Rossetti e Andrade (2012), na maior parte dos países, adota-se o correto princípio de separar as funções. O Chairman (presidente do Conselho de Administração) e o CEO (executivo-chefe) não acumulam os dois cargos.

A razão essencial apontada por Coombes e Wong (2004, *apud* Rossetti e Andrade 2012) é que este procedimento “constitui um componente indispensável da independência do Conselho de Administração, uma vez que as tarefas do presidente deste órgão de governança, em relação às da gestão executiva são diferentes e potencialmente conflitantes”.

O executivo chefe administra a empresa. O presidente do Conselho de Administração conduz um colegiado que tem entre suas funções essenciais a de monitorar adequadamente o executivo chefe e avaliar seu desempenho.

Se as duas funções, de acordo com Coombes e Wong (2004, *apud* Rossetti e Andrade 2012) são exercidas pela mesma pessoa, ficará difícil para o Conselho de Administração exprimir opiniões independentes e examinar questões sob diferentes perspectivas.

Outra razão apontada de acordo com Rossetti e Andrade (2012), para a separação de funções é que a escolha, a admissão, a fixação da remuneração e dos benefícios, a avaliação e o encaminhamento da sucessão do principal executivo incluem-se entre as mais importantes responsabilidades do Conselho de Administração.

Segundo Rossetti e Andrade (2012) os argumentos da separação das funções estão alinhados as duas razões essenciais do desenvolvimento da governança corporativa, sintetizadas nos axiomas de Klein (a inexistência do contrato completo) e Jensen-Meckling (a inexistência do agente perfeito).

O argumento de que pessoas diferentes nas duas posições não garantem a independência do Conselho de Administração é possível. Mas a separação das funções é um ponto importante que, juntado a outros pontos definidos para cada um dos órgãos e atores do processo de governança, podem ser combinados com boas práticas de governança e aos resultados de curto e longo prazo das companhias.

A separação das funções do presidente do Conselho de Administração e do principal executivo é a primeira indicação de que se desejam definir funções distintas para estas duas forças internas de poder. Mas não é tudo. Na construção dos conselhos e na definição de seus papéis, uma segunda questão, tão ou mais

importante que a segregação de funções, é que tipo de Conselho de Administração se deseja ter (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Nadler (2004, *apud* Rossetti e Andrade 2012), sugere a existência de cinco modelos de Conselho de Administração. A seguir a síntese das características de cada um deles:

- a) Conselho passivo: É o modelo tradicional. As suas atividades e a sua participação são mínimas e definidas pelo presidente executivo. A responsabilidade é limitada. Sua principal tarefa é ratificar as decisões da alta administração;
- b) Conselho certificador: Neste modelo, é dada maior ênfase ao processo de supervisão da Diretoria Executiva. Seu papel principal é ser o avalista da gestão perante os acionistas, assegurando que estão sendo cumpridas as expectativas dos proprietários. Credibilidade é a maior exigência que pesa sobre este conselho. E a eles cabe encaminhar o processo sucessório da direção.
- c) Conselho envolvido: Neste modelo, o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva atuam como parceiros para uma boa governança. O órgão colegiado dá idéias, emite seu parecer e dá seu apoio para decisões importantes consensadas. Assume responsabilidades de monitoramento, de homologação e de fiscalização. Conduz a discussão de questões de alto impacto, dentro de seus papéis e limites, relativamente aos da Assembléia Geral.
- d) Conselho interventor: Modelo comum durante as crises. O Conselho de Administração envolve-se profundamente na tomada de decisões importantes. Tem forte presença na empresa. Realiza reuniões frequentes e intensas. Intervém em processos críticos de gestão.
- e) Conselho operador: É o nível mais profundo de envolvimento. A Diretoria Executiva implementa decisões que são tomadas no Conselho de Administração, envolvendo um leque bem aberto de áreas funcionais e de negócios. É um modelo adotado em empresas que ainda engatinham, embora seus executivos possam ter ampla experiência em áreas específicas de gestão, mas com conhecimentos ainda em formação nos negócios em que a empresa atua.

Para Rossetti e Andrade (2012), esses diferentes modelos sugerem que pode ser definido o grau de envolvimento mais recomendável para a companhia, em função de suas requisições essenciais e de seu estágio de desenvolvimento. E sugerem mais: que o envolvimento pode ser alterado com o passar do tempo, para o melhor ajustamento do Conselho de Administração às questões que exigem sua participação ativa. No Brasil, os modelos mais praticados são o envolvido (59,8% entre as 1.000 maiores empresas) e o certificador (26,8%).

## 2.5 TRABALHOS SOBRE O TEMA NO BRASIL

Nos últimos anos, diversos acadêmicos têm realizado pesquisas na área de governança corporativa buscando traçar correlação entre os indicadores de boa governança e o desempenho financeiro das empresas e suas variáveis. A seguir descreverei alguns exemplos de estudos realizados nesta área.

Zomignani (2003) em sua dissertação de Mestrado intitulada Governança Corporativa e Valor: Relação entre as práticas de governança corporativa e o valor das empresas de capital aberto no mercado de capitais brasileiro, analisou a associação entre o valor das empresas de capital aberto brasileiras e suas práticas de governança corporativa.

Este autor, em sua conclusão afirmou:

Apesar dos inúmeros trabalhos realizados, pouco se concluiu a respeito das associações entre práticas de governança corporativa e valor das empresas. Duas das exceções foram as pesquisas realizadas nos mercados em desenvolvimento da Rússia e da Coréia (ZOMIGNANI, 2003, p. 73).

Fazendo comparação com a Rússia e o mercado de capitais brasileiro Zomignani (2003, p. 73) afirma que ambos apresentam:

[...] condições ideais para análise da associação entre governança corporativa e valor. A regulamentação é fraca, com restrições ainda mais brandas em relação a benefícios privados decorrentes de informações privilegiadas. Entre outras características estão a concentração do controle, a fraca proteção dos direitos dos acionistas minoritários e o nível inadequado de transparência das informações (ZOMIGNANI, 2003, p. 73).

Okimura (2003), em sua dissertação de Mestrado intitulada Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no

Brasil, verificou a existência de uma relação significativa entre o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras privadas não financeiras de capital aberto e sua estrutura de propriedade e controle, definida pelas características de concentração de votos e propriedade e excesso de votos dos controladores.

Silveira (2002) com sua dissertação de Mestrado intitulada Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil, verificou se o valor de mercado e o desempenho da companhia aberta brasileira se relacionavam com sua estrutura de governança corporativa, definida pelas características do seu Conselho de Administração.

Silveira (2002) tentou verificar estatisticamente se existia uma relação significativa entre governança corporativa, valor da empresa e desempenho nas companhias abertas brasileiras. Ele afirmou em sua conclusão:

[...] não é exagero afirmar que as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas, embora não se possa afirmar com convicção que tenham desempenho superior. O tamanho do conselho apresenta uma relação certamente não linear com valor e desempenho, sendo mais forte com o desempenho, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam um melhor desempenho financeiro. A independência do conselho, conforme definida operacionalmente, não parece importante (SILVEIRA, 2002, p. 134).

O mesmo autor (2004) em sua tese de Doutorado intitulada Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade, avaliou se os mecanismos de governança são exógenos e se exercem influência sobre o desempenho das companhias abertas no Brasil.

Um dos resultados encontrados por Silveira (2004) indicaram que o desempenho pode influenciar a qualidade da governança corporativa, embora a maioria dos estudos anteriores procure obter a relação de causalidade apenas no sentido inverso. Os resultados das variáveis de desempenho sobre o nível de governança corporativa apontaram para uma relação positiva, sugerindo que as empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança.

Lopes (2012), em sua dissertação de Mestrado intitulada Governança Corporativa e a Relação com Desempenho e o Valor das Empresas Brasileiras, investigou a existência significativa da relação entre Governança Corporativa, valor da empresa e desempenho nas companhias abertas brasileiras. Em sua conclusão, Lopes (2012) afirmou:

Esta relação entre ambos demonstrou-se correlacionar-se negativamente, o que não corrobora as recomendações do IBGC e CVM. O grau de independência elevado não foi saudável para desempenho da empresa, sugerindo que a estrutura de governança deve ter limites para o grau de independência atingir um melhor desempenho. É importante ressaltar, todavia, que a definição operacional adotada para a independência considera se conselheiros externos e internos, pois somente a partir de 2007 as informações sobre conselheiros independentes se tornaram obrigatórias (LOPES, 2012, p. 89).

### 3 METODOLOGIA

Este capítulo aborda a metodologia de pesquisa. Inicialmente, é definido o delineamento da pesquisa; a população e amostra. Em seguida, são descritos a técnica de coleta de dados e o tratamento dos dados coletados.

O método, segundo Garcia (1998, p. 44) representa um procedimento racional e ordenado (forma de pensar), constituído por instrumentos básicos, que implica utilizar a reflexão e a experimentação, para proceder ao longo do caminho (significado etimológico de método) e alcançar os objetivos preestabelecidos no planejamento da pesquisa (projeto).

Já para Marconi e Lakatos (2003, p. 83), método é “o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo”.

#### 3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O presente trabalho se propõe a realizar uma pesquisa do tipo descritiva. Segundo Gil (2002), este tipo de pesquisa, tendo em vista seus objetivos, tem como objetivo primordial a descrição das características de determinadas populações ou fenômenos. Uma de suas peculiaridades está na utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados, tais como o questionário e a observação sistemática.

Destacam-se também na pesquisa descritiva aquelas que visam descrever características de grupos (justamente o objetivo da presente), como também a descrição de um processo numa organização, o estudo do nível de atendimento de entidades, levantamento de opiniões, atitudes e crenças de uma população, etc. Também são pesquisas descritivas aquelas que visam descobrir a existência de associações entre variáveis.

Muitos autores, tais como Barreto e Honorato (1998), Ventura (2002) e Gil (2002), classificam as pesquisas quanto a sua natureza, forma de abordagem do problema, objetivos e procedimentos técnicos.



### 3.1.1 Quanto à Natureza

Quanto à natureza a pesquisa foi descritiva. Esta pesquisa implicou no primeiro momento na observação das informações divulgadas pelas empresas. Após foi realizada a análise com relação à transparência e consistência das mesmas, então o estudo seguiu no sentido de classificá-las em determinados níveis de Governança Corporativa de acordo com as normas existentes; assim foi possível visualizar como está o nível de transparência das informações cedidas aos *stakeholders* pelas empresas do ramo da construção civil de capital aberto.

### 3.1.2 Quanto à Forma de Abordagem do Problema

Quanto à abordagem a pesquisa foi predominantemente qualitativa, também teve um viés quantitativo. Isto dependeu, inclusive, do conjunto de informações que se obteve. Segundo Sampieri (2006), a pesquisa qualitativa dá profundidade aos dados, a contextualização do ambiente, os detalhes e as experiências únicas. Sampieri (2006) esclarece que os estudos qualitativos se fundamentam mais em um processo indutivo (exploram e descrevem, e logo geram perspectivas teóricas). “Vão do particular para o geral”.

As informações contábeis, relatórios, pareceres – as informações obrigatoriamente colocadas à disposição do mercado pelas Sociedades Anônimas, foram a principal fonte para coleta direta dos dados.

## 3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população alvo foi a das empresas do ramo da construção civil de capital aberto listadas na BM&FBovespa. A amostra foi composta pelas empresas que apresentaram as seguintes pré-condições:

- a) estavam listadas há, pelo menos, cinco anos na bolsa;
- b) não apresentaram passivo a descoberto (patrimônio líquido negativo);
- c) apresentaram ações com liquidez anual mínima superior a 0,01%, de acordo com o índice da Economática®.

As pré-condições 1 e 3 foram necessárias para permitir o tratamento quantitativo dos dados. A pré-condição 2 foi estabelecida tendo em vista que

empresas com passivo a descoberto apresentam uma série de características peculiares à sua condição financeira, não sendo empresas com um funcionamento perfeitamente regular.

### 3.3 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS

Após a revisão da literatura, os dados para a parte prática do trabalho foram coletados junto:

- a) ao sistema de informações da Economática®, disponível no laboratório de informática da Universidade Vale do Rio dos Sinos (Unisinos);
- b) ao sistema DIVEXT – da BM&FBovespa;
- c) ao sistema de informações da Comissão de Valores Mobiliários – CVM;
- d) junto aos sítios das empresas.

Quadro 1 - Sistema de informações utilizados no projeto

<b>Sistemas de informações</b>	<b>Dados a serem coletados</b>
DIVEXT - Divulgação Externa da CVM	Tamanho do Conselho de Administração Número de conselheiros externos (não executivos) Diretor Executivo e Presidente do conselho Mandato do Conselho de Administração
Economática ®	Valor de mercado das ações Índice de liquidez

Fonte: elaborado pelo autor.

A maioria dos dados que foram utilizados encontra-se nos sítios das companhias, na CVM e na BM&FBovespa.

Foi importante haver uma pessoa de contato entre a empresa e o pesquisador que fosse interessado e colaborador. Segundo Motta, Silveira e Borges (2006), a pessoa adequada para ser o ponto de contato com a pesquisa varia de acordo com o porte da empresa. Poderá ser, por exemplo: o secretário do conselho de administração, um dos conselheiros de administração, o diretor jurídico ou o diretor de relações com investidores, ou ainda, algum outro funcionário da área de relação com investidores. No presente trabalho isto também ocorreu. Quando necessário foi realizado contato telefônico com pessoas desta área, buscando complementar informações não encontradas de outra forma.

Os documentos consultados, encontrados no sítio da empresa, da BM&FBovespa ou da CVM, foram os seguintes: Relatório Anual da Companhia, seu Estatuto Social, sua Declaração de Governança Corporativa, Partes selecionadas dos ITR ou do IAN submetidos pelas empresas à CVM, à BM&FBovespa e ao mercado, e ainda, *press releases* ou outros relatórios distribuídos pela empresa ao mercado. Todos, portanto, documentos públicos.

### 3.4 TRATAMENTO DOS DADOS

Segundo Rauen (1999, p. 141), é a parte que apresenta os resultados obtidos na pesquisa e analisa-os sob o crivo dos objetivos e/ou das hipóteses. Assim, a apresentação dos dados é a evidência das conclusões e a interpretação consiste no contrabalanço dos dados com a teoria.

Para Triviños (1996, p. 161), o processo de análise de conteúdo pode ser feito da seguinte forma: pré-análise (organização do material), descrição analítica dos dados (codificação, classificação, categorização), interpretação referencial (tratamento e reflexão).

O objetivo da análise é sumariar as observações, de forma que estas permitam respostas às perguntas da pesquisa. O objetivo da interpretação é a procura do sentido mais amplo de tais respostas, por sua ligação com outros conhecimentos já obtidos (SELLTIZ et al *apud* RAUEN, 1999, p. 122).

A interpretação também é um processo de analogia com os estudos assemelhados, de forma que os resultados obtidos são comparados com resultados similares para destacar pontos em comum e pontos de discordância.

Em síntese, é a descrição da forma como serão analisados os dados da pesquisa. Existem duas grandes tendências:

- a) se a pesquisa for qualitativa, as respostas podem ser interpretadas global e individualmente;
- b) se for quantitativa, provavelmente serão utilizadas tabelas e estatística.

Após a coleta, os dados tiveram, inicialmente, tratamento qualitativo. Faz parte deste tratamento, uma descrição detalhada sobre o comportamento das empresas em relação aos procedimentos recomendados para uma boa governança corporativa. Como parâmetros para esta classificação, foram utilizados as variáveis

de governança conforme as recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

Na parte quantitativa, foram utilizadas técnicas de regressão linear múltipla. Conforme Gujarati (2006), a técnica de regressão é utilizada quando se quer conhecer o efeito sobre uma variável, a variável dependente, de uma ou mais variáveis, chamadas independentes ou explanatórias.

Mais especificamente, utilizou-se a técnica de regressão em painel balanceado. Para o mesmo Gujarati (2006), o uso de painéis balanceados é indicado quando a mesma unidade de corte transversal, como uma empresa, é acompanhada ao longo do tempo, situação que se adapta perfeitamente ao presente estudo.

Como variáveis independentes ou explicativas foram utilizadas:

- a) O grau de independência dos conselheiros;
- b) A segregação de funções entre o Presidente Executivo e o Conselho de Administração;
- c) O número de conselheiros;
- d) O percentual de ações em circulação (*free float*); e
- e) O pertencimento ou não a um segmento com nível diferenciado de governança corporativa.

Estas variáveis foram selecionadas a partir da revisão da literatura e por questões de acessibilidade operacional. Elas são as mesmas variáveis já utilizadas no trabalho de Lopes (2012). As variáveis dependentes testadas são relacionadas à criação de valor pela empresa medidas pela rentabilidade das ações, retorno aos proprietários medido pelo ROE – *return on equity*.

- ROE – Retorno sobre Patrimônio Líquido. É o quociente dado pela divisão do resultado do Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido. Mede o retorno contábil obtido com o investimento do capital próprio.

$$\text{ROE} = (\text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido})$$

Sendo:

Lucro Líquido: corresponde ao resultado da entidade após impostos e despesas financeiras;

Patrimônio Líquido: é o capital próprio, originário dos acionistas; e

Unidade de Medida: o resultado estará expresso em percentagem.

- Rentabilidade das Ações – RA: para o acionista, a melhor medida de desempenho é a criação de valor da empresa no mercado de capitais. Assim, esta é uma das medidas de desempenho utilizadas. A rentabilidade pode ser calculada a partir da equação:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1} + C_t}{P_{t-1}}$$

Onde:

$R_{it}$  é o retorno do ativo i no período t;

$P_t$  é preço do ativo i ao final do período t;

$P_{t-1}$  é o preço do ativo i ao final do período t-1;

$C_t$  é o fluxo de caixa gerado pelo ativo no período t.

A rentabilidade considerada foi a anual, num período de 5 anos, entre 2008 e 2012. As cotações das ações foram obtidas do banco de dados do sistema Economática®, e incluem a distribuição de proventos. No caso de existência de mais de uma classe de ação sendo negociada na BM&FBovespa foi considerada a ação de maior liquidez, uma vez que esta, em tese, é melhor precificada pelo mercado.

Para o presente estudo a boa governança é a medida na qual o Conselho de Administração consegue ser ativo e independente e representar o interesse dos acionistas, incluindo-se os minoritários.

Foram utilizadas três variáveis relacionadas às características do Conselho de Administração:

A separação do cargo (SC) de Diretor Executivo ocupando o cargo de Presidente do Conselho de Administração da empresa é representada por uma variável binária ou *dummy* em que:

- a) SC = 0, se as posições de diretor executivo e do presidente do conselho forem ocupadas pela mesma pessoa, isto é, unificação de cargos;
- b) SC = 1, se as posições forem ocupadas por pessoas distintas.

A independência do Conselho de Administração (termo este preconizado pelo IBGC) é medida pela diferença entre a proporção de membros não-executivos (externos) e membros executivos (internos) no conselho, dada pela seguinte equação:

$$INDEP = \frac{EXT - INT}{TOT}$$

Onde:

- INDEP = grau de independência do Conselho de Administração;
- EXT = número de membros não-executivos da empresa (externos) no Conselho de Administração;
- INT = número de membros executivos da empresa (internos) no Conselho de Administração;
- TOT = número total de membros do Conselho de Administração.

O tamanho do Conselho de Administração (TOT), ou o número total de membros do Conselho de Administração é dado pelo total de membros do órgão.

Além da variável de independência do Conselho de Administração foi utilizado o *free float* (FF). O *free float* representa a quantidade de ações “livres” a disposição no mercado. Pode ser definido como o percentual do capital acionário que se encontra disperso nas mãos dos acionistas minoritários (em negociação na Bolsa), relativo a uma determinada empresa, aceitando à cotação nesse mercado; ou seja, a fração das ações emitidas que não se encontra fixa na mão de acionistas estáveis.

Conforme recomendado pela BM&FBovespa, as empresas com as melhores práticas de governança corporativa devem manter o índice de *free float* acima dos 25% (vinte e cinco pontos percentuais).

O objetivo é acompanhar a evolução e a resiliência das empresas a esta recomendação, associando sua classificação de nível de governança pertencente à BM&FBovespa e seu atual nível de *free float* determinado da seguinte forma:

- a) Concentração de propriedade (PROP): é o volume das ações ordinárias e preferenciais do acionista controlador, dividido pelo total de ações ordinárias e preferenciais existentes da empresa. Os dados referentes à porcentagem de concentração, sendo a fonte de dados contábeis o sistema Economática®;
- b) As Ações Livres “*free float*”. Como no caso brasileiro é possível a emissão de ações sem direito a voto, foi considerada a diferença entre a proporção da variável de concentração de propriedade (PROP) e o total de ações emitidas, dada pela equação:

$$FREE\_FLOAT = PROP - TAE$$

Onde:

- PROP = Propriedade
- TAE = Total de Ações Emitidas

A Governança Corporativa (GC) é dada pela adesão ou não a qualquer um dos níveis de governança da Bovespa, representando uma variável binária ou *dummy* em que:

- a) GC = 1, se a empresa aderiu a um dos níveis de governança;
- b) GC = 0, se a empresa não aderiu a um dos níveis de governança.

As equações de regressão para a determinação da influência do padrão de governança sobre a rentabilidade foram assim definidas:

$$\text{Eq. 1 } ROE_i = \alpha_1 + \beta_1 INDEP + \beta_2 FF + \beta_3 TOT + \beta_4 SC + \beta_5 GC + \varepsilon$$

Onde:

$ROE_i$  é o ROE da i-ésima empresa;

$\alpha_1$  é o termo constante da equação de regressão;

$\beta$  são os regressores da equação;

$INDEP$  representa a independência do Conselho de Administração da i-ésima empresa;

$FF$  representa o percentual de free float das ações da i-ésima empresa; para evitar os problemas de escala, foi extraído o logaritmo natural do percentual;

$TOT$  é o tamanho do Conselho de Administração da i-ésima empresa;

$SC$  representa a existência ou não de segregação entre os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração da i-ésima empresa;

$GC$  representa a existência ou não de adesão da i-ésima empresa a nível diferenciado de governança corporativa;

$\varepsilon$  é o termo de erro da regressão, que capta a influência de fatores não explicada pelo modelo.

$$\text{Eq. 2 } RA_i = \lambda_1 + \phi_1 INDEP + \phi_2 FF + \phi_3 TOT + \phi_4 SC + \phi_5 GC + \mu$$

Onde:

$RA_i$  é o rentabilidade da ação da i-ésima empresa;

$\lambda_1$  é o termo constante da equação de regressão;

$\phi$  são os regressores da equação;

$INDEP$  representa a independência do Conselho de Administração da i-ésima empresa;

$FF$  representa o percentual de free float das ações da i-ésima empresa; para evitar os problemas de escala, foi extraído o logaritmo natural do percentual;

$TOT$  é o tamanho do Conselho de Administração da i-ésima empresa;

$SC$  representa a existência ou não de segregação entre os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração da i-ésima empresa;

$GC$  representa a existência ou não de adesão da i-ésima empresa a nível diferenciado de governança corporativa;

$\mu$  é o termo de erro da regressão, que capta a influência de fatores não explicada pelo modelo.

Um dos problemas ao trabalhar em regressões é a ocorrência de possíveis problemas de escala. Para resolver estes problemas, as variáveis ROE, RA, INDEP e *FREE FLOAT* foram padronizadas. Conforme Gujarati (2006, pág. 140), uma variável é padronizada quando “subtraímos o valor de cada observação da média da variável de seus valores individuais e dividimos a diferença pelo desvio-padrão dessa variável”.

A vantagem da utilização do modelo padronizado de regressão em relação ao modelo tradicional é mais aparente quando há mais de um regressor, como é o caso do presente estudo. Gujarati (2006) também acrescenta que quando padronizamos as variáveis, todos os regressores são colocados em uma mesma base, permitindo-se assim, a comparação direta entre eles. Vale recordar que o não tratamento do efeito escala torna a análise do  $R^2$  viesada.

Quando as regressões são realizadas com dados em painel, deve-se escolher entre dois efeitos - aleatório ou fixo - para verificar a correlação entre as variáveis e o efeito não observado.



O modelo de efeitos fixos é um método utilizado para controlar variáveis omitidas nos dados em painel, quando estas variam entre as entidades, porém, não variam ao longo do tempo. Segundo Gujarati (2006), o termo “efeitos fixos” decorre do fato de que, embora o intercepto possa diferir entre os indivíduos, cada intercepto individual não se altera ao longo do tempo.

Conforme Wooldridge (2010), se as variáveis não estiverem correlacionadas com o efeito observado, utiliza-se o efeito aleatório. Por outro lado, se as variáveis estiverem correlacionadas com o efeito não observado, a opção mais indicada é utilizar o efeito fixo.

Para fins de verificação acerca da existência de correlação entre as variáveis explicativas e o efeito não observado, realiza-se o teste de H de Hausman. Se os resultados apontarem o  $H < 0,10$ , opta-se pelo efeito fixo, caso contrário,  $H > 0,10$ , opta-se pelo efeito aleatório. O teste de Hausman determinou que todas as regressões fossem feitas utilizando-se o efeito aleatório.

## 4 RESULTADOS

No momento em que ocorreu esta pesquisa, junho de 2013, encontrou-se listadas na Economática® 32 (trinta e duas) empresas de construção civil de capital aberto com ações na BM&FBovespa.

O foco deste estudo foram as companhias abertas da construção civil brasileira que negociaram ações no período de 2008 a 2012 e que atenderam as características previamente definidas e apontadas na amostra da população alvo:

O grupo estudado é composto pelas empresas que apresentaram as seguintes pré-condições:

- a) estarem listadas há, pelo menos, cinco anos na bolsa;
- b) não apresentarem passivo a descoberto (patrimônio líquido negativo);
- c) apresentarem ações com liquidez anual mínima superior a 0,01%, de acordo com o índice da Economática®.

Destas 32 (trinta e duas) empresas localizadas pelo índice da Economática®: 10 (dez) delas não possuíam ações negociadas em nenhum dos anos e para 4 (quatro) outras faltavam mais de uma informação dentre as pesquisadas; Uma empresa, a Direcional SA., só não atendia o critério de ter ações negociadas nos últimos cinco anos. Assim, para a parte descritiva a empresa foi mantida, sendo excluída apenas da regressão, uma vez que o modelo em painel balanceado exige a totalidade das informações durante todo o período analisado.

A seguir realiza-se a descrição e análise qualitativa de cada uma das 18 (dezoito) empresas com foco a atender os objetivos desta pesquisa.

Com relação aos procedimentos recomendados para uma boa governança corporativa, as informações descritas a seguir foram coletadas do sítio da BM&FBovespa, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e confrontadas/complementadas com as informações disponíveis e colocadas a disposição dos investidores nos sítios das referidas empresas. As empresas são listadas em ordem alfabética.

## 4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

### 4.1.1 Brookfield Incorporações S.A.

Nome de pregão: BROOKFIELD

Registro concedido em 11 de setembro de 2006.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da Brookfield, no Capítulo V – “Do Conselho de Administração”, artigo 18, determina:

O Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) membros, e no máximo 12 (doze) membros (podendo ser eleitos suplentes), sendo um designado Presidente, um designado Vice-Presidente e os demais denominados simplesmente Conselheiros.

No mesmo artigo 18, parágrafo primeiro, determina a composição dos membros independentes:

No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros do Conselho de Administração da Companhia deverão ser Conselheiros Independentes, conforme a definição do Regulamento do Novo Mercado e do Parágrafo 3º abaixo. A qualificação como Conselheiros Independentes será expressamente declarada na Ata da Assembleia Geral que os eleger.

Esta companhia integra o Novo Mercado, o mais elevado segmento de listagem da BM&FBovespa. Significa que, além das exigências legais, implementa práticas de governança corporativa voluntárias. Entre essas práticas estão: a emissão de somente ações ordinárias e a concessão a todos os acionistas do direito de venda conjunta (*Tag along*) em caso de alienação do controle acionário da companhia.

O Conselho de Administração da Brookfield Incorporações é composto, no presente momento, por 11 (onze) membros, sendo 3 (três) independentes. Isto representa 27,27% de independência do Conselho.

O artigo 22, do Capítulo VI – “Diretoria”, determina a composição da diretoria:

A Diretoria será composta de no mínimo 6 (seis) e no máximo 15 (quinze) Diretores, eleitos pelo Conselho de Administração, que designará o Diretor-Presidente, 3 (três) Diretores Corporativos, sendo um Diretor Financeiro, um Diretor Jurídico e um Diretor de Investimentos, e os demais Diretores Operacionais.

A Diretoria atual da Brookfield é composta por 7 (sete) membros. Destes, nenhum faz parte do Conselho de Administração.

No final de 2012 a companhia possuía 47,98% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 1 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 1 - Evolução das variáveis estudadas da Brookfield

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-77,02	234,19	12,49	-41,01	-22,94	21,14
ROE (%)	6,80	8,40	13,50	10,80	-13,60	5,18
<i>Free float</i> (FF)	49,82	47,22	47,22	50,35	47,98	48,52
Independência	-0,25	-0,25	-0,60	-0,60	-0,45	-0,43
Nº conselheiros	8	8	10	10	11	9,4
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	Nsa
Segregação	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Na Tabela 1, pode-se observar que a Brookfield apresentou um *free float* médio de 48,52%, sem grandes variações no período. O grau de independência, sempre negativo, indica que a empresa teve ao longo de todo o período uma maioria de conselheiros internos no total do Conselho de Administração.

#### 4.1.2 CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.

Nome de pregão: CR2

Registro concedido em 16 de abril de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da CR2 em seu Capítulo III – “Administração”, Seção II – “Conselho de Administração”, artigo 12, determina a sua composição: “O Conselho de Administração será composto por no mínimo 5 (cinco) e no máximo 9 (nove) membros, eleitos e destituíveis pela Assembléia Geral, com mandato unificado de 01 (um) ano, podendo ser reeleitos.”

No mesmo artigo, no parágrafo segundo, determina a composição dos membros independentes: “No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros do Conselho de Administração deverão ser Conselheiros Independentes, expressamente declarados como tais na ata da Assembléia Geral que os eleger.”

O Conselho de Administração da CR2 é composta por 6 (seis) membros, sendo 4 (quatro) independentes, de acordo com as normas do Novo Mercado. Isto representa 66,67% de independência do Conselho. O Estatuto Social da CR2 não determina idade para a aposentadoria compulsória de seus conselheiros.

O artigo 20, da Seção III – “Da Diretoria”, determina a composição da diretoria:

A Diretoria da Companhia será composta por no mínimo 3 (três) e no máximo 7 (sete) membros, acionistas ou não, residentes no País, eleitos pelo Conselho de Administração, autorizada a cumulação de funções por um mesmo Diretor, sendo designado um Diretor Presidente, um Diretor Técnico, um Diretor de Relações com Investidores, um Diretor Financeiro, um Diretor Jurídico e os demais sem designação específica.

A atual Diretoria da CR2 é composta por 4 (quatro) membros. Destes, 2 (dois) fazem parte do Conselho de Administração.

No final de 2012 a companhia possuía 77,39% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 2 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 2 - Evolução das variáveis estudadas da CR2

<b>Ano</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Média</b>
Rentabilidade (%)	-75,43	88,18	29,73	-15,03	-19,42	1,61
ROE (%)	9,50	3,60	10,90	1,70	-6,20	3,90
<i>Free float</i> (FF)	64,69	54,48	54,61	59,11	77,39	62,06
Independência	0,67	0,67	0,67	0,67	0,33	0,60
Nº conselheiros	6	6	6	6	6	6
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	Nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	Nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. ‘nsa’ significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Pode-se observar na Tabela 2, que a CR2 apresentou um *free float* médio de 62,06%, sendo o menor índice de 54,48% em 2009 e o maior de 77,39%, em 2012. O grau de independência, sempre positivo, indica que a empresa teve ao longo de todo o período uma maioria de conselheiros externos no total do Conselho de Administração.

#### **4.1.3 Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações**

Nome de pregão: CYRELA

Registro concedido em 7 de julho de 1994.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da CYRELA, em seu Capítulo V – “Do Conselho de Administração”, artigo 23, determina a sua composição: “O Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) membros, sendo um designado Presidente, um designado Vice-Presidente e os demais denominados Conselheiros.”

No mesmo artigo 23, parágrafo segundo, determina a composição dos membros independentes: “No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros do Conselho de Administração deverão ser Conselheiros Independentes, conforme definido no Parágrafo Terceiro deste Artigo.”

O atual Conselho de Administração da Cyrela é formado por 8 (oito) membros, dos quais 1 (um) é Conselheiro Independente. Isto representa 12,50% de independência do Conselho.

O artigo 31, do Capítulo VI – “Da Diretoria”, determina a composição da diretoria:

A Diretoria é composta por um mínimo de 6 (seis) e máximo de 10 (dez) membros, sendo um designado Diretor-Presidente, um Diretor Vice-Presidente, um Diretor de Relações com Investidores, e os demais, Diretores sem designação específica, com mandato de 3 (três) anos, admitida a reeleição.

A atual Diretoria da Cyrela é composta por 6 (seis) membros. Destes, 2 (dois) fazem parte do Conselho de Administração.

No final de 2012 a companhia possuía 65,64% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 3 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 3 - Evolução das variáveis estudadas da Cyrela

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-61,92	169,98	-8,77	-30,67	22,80	18,28
ROE (%)	11,50	17,80	12,80	10,70	12,20	12,88
<i>Free float</i> (FF)	59,27	64,51	67,36	64,36	65,64	62,24
Independência	-0,14	-0,14	0,00	-0,56	-0,75	-0,32
Nº conselheiros	7	7	8	9	8	7,8
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

É possível observar na Tabela 3, que a Cyrela apresentou um *free float* médio de 62,24%, sem grandes variações no período. O grau de independência em sua maioria negativo, com apenas o ano de 2010 sendo neutro, indica que a empresa teve ao longo de todo o período uma maioria de conselheiros internos e que em 2010 obteve a neutralidade em seu Conselho de Administração.

#### 4.1.4 Direcional Engenharia S.A.

Nome de pregão: DIRECIONAL

Registro concedido em 29 de fevereiro de 2008.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

No Estatuto Social da DIRECIONAL, divulgado através de *linck* no sítio no espaço ao investidor, em seu Capítulo III – “Administração”, Seção II – “Conselho de Administração”, artigo 14, determina:

O Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 05 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) membros, todos eleitos e destituíveis pela Assembléia Geral, com mandato unificado de 01 (um) ano, sendo permitida a reeleição. Parágrafo 1º - Dos membros do Conselho de Administração, no mínimo 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes, conforme a definição do Regulamento do Novo Mercado, e expressamente declarados como tais na ata da Assembleia Geral que os eleger, sendo também considerado(s) Conselheiro(s) Independente(s), o(s) conselheiro(s) eleito(s) mediante faculdade prevista pelo artigo 141, parágrafos 4º e 5º da Lei das Sociedades por Ações.

Também no sítio da empresa, na área destinada aos investidores, informa que os conselheiros da Direcional são eleitos em Assembléia Geral com mandato de dois anos, sendo permitida a reeleição. Não foi encontrado qualquer documento que justificasse o porquê da divulgação diferente do que está definido em Estatuto em relação ao prazo do mandato dos Conselheiros.

O atual Conselho de Administração da Direcional é composto por 7 (sete) membros, dos quais 5 (cinco) são Conselheiros Independentes. Isto representa 71,43% de independência do Conselho. O que chama a atenção na formação deste Conselho é que dos 5 (cinco), 3 (três) possuem o mesmo sobrenome dos 2 (dois) Conselheiros Internos que participam diretamente da administração.

De acordo com o Estatuto Social, a Diretoria é composta por no mínimo dois e no máximo sete membros, acionistas ou não, residentes no País, eleitos pelo Conselho de Administração para um mandato de dois anos, podendo ser reconduzidos, devendo permanecer em seus cargos até a eleição e posse de seus sucessores.

O artigo 25 e 26, da Seção IV – “Da Diretoria”, determina a composição da diretoria:

Artigo 25 - “A Diretoria da Companhia será composta por no mínimo 02 (dois) e no máximo 07 (sete) membros, acionistas ou não, residentes no País, eleitos pelo Conselho de Administração, autorizada a cumulação de funções por um mesmo Diretor, sendo designados um Diretor Presidente, um Diretor Comercial, um Diretor Superintendente, um Diretor de Relações com Investidores, um Diretor Financeiro, e um Diretor de Engenharia, sendo os demais sem designação específica”.

Artigo 26 - “O mandato dos membros da Diretoria será unificado de 02 (dois) anos, podendo ser reconduzido, e terminará na data de realização da segunda Assembleia Geral Ordinária subsequente à sua eleição. Os Diretores permanecerão no exercício de seus cargos até a eleição e posse de seus sucessores”.

Os diretores eleitos são os representantes legais da Companhia, responsáveis pela administração dos negócios em geral e pela prática de todos os atos necessários ou convenientes para tanto, ressalvados aqueles para os quais seja por lei ou pelo Estatuto Social atribuído a competência à Assembléia Geral ou ao Conselho de Administração.

Atualmente, a Diretoria é formada por quatro membros, com mandato até a Assembléia Geral Ordinária que aprovar as contas relativas ao exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2013.



No final de 2012 a companhia possuía 51,85% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 4 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 4 - Evolução das variáveis estudadas da Direcional

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	0	0	19,31	-27,93	52,54	14,64
ROE (%)	20,10	11,70	20,10	14,20	15,80	16,38
<i>Free float</i> (FF)	25,00	39,30	39,41	52,18	51,85	41,55
Independência	-0,20	-0,20	0,43	0,43	0,43	0,18
Nº conselheiros	5	5	7	7	7	6,2
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Nota-se na Tabela 4 que a Direcional apresentou um *free float* médio de 41,55%, mantendo-se constante em 2011 e 2012. O menor percentual de *free float* foi de 25,00%, no ano de 2008, quando efetuou seu registro no segmento Novo Mercado na BM&FBovespa. O grau de independência, inicialmente negativo em 2008 e 2009, tem sua reversão nos anos seguintes devido ao aumento de membros externos. Isto indica que a empresa procurou apresentar ao mercado uma maioria de conselheiros independentes em relação ao total do Conselho de Administração.

#### 4.1.5 Even Construtora e Incorporadora S.A.

Nome de pregão: EVEN

Registro concedido em 2 de março de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da EVEN determina no Capítulo IV – “Da Administração da Companhia”, artigo 12 – “Do Conselho de Administração”:

O Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 07 (sete) membros, dos quais um será o seu Presidente e outro o seu Vice-Presidente, eleitos pela Assembléia Geral e por ela destituíveis a qualquer tempo.

No parágrafo 1º, do mesmo artigo, determina a composição dos membros independentes do Conselho de Administração:

O Conselho de Administração será composto por, no mínimo 20% (vinte por cento) de Conselheiros Independentes, conforme a definição do Regulamento do Novo Mercado, os quais devem ser expressamente declarados como tais na ata da Assembléia Geral que os eleger.

O Conselho de Administração da Even é formado por 6 (seis) membros, dos quais 1 (um) é Independente. Isto representa 17% de independência do Conselho, não atingindo o proposto pelo Estatuto Social, nem atendendo as normas do Novo Mercado.

O artigo 22, do Capítulo IV – “Da Administração da Companhia”, determina a composição da diretoria:

A Diretoria será composta por no mínimo 2 (dois) e no máximo 7 (sete) membros, acionistas ou não, residentes no país, eleitos pelo Conselho de Administração, sendo: (i) 1 (um) Diretor Presidente; (ii) 1 (um) Diretor Financeiro; (iii) 1 (um) Diretor de Relações com Investidores; (iv) 1 (um) Diretor Técnico e de Sustentabilidade; (v) 1 (um) Diretor de Incorporação; (vi) 1 (um) Diretor de Assuntos Corporativos; e (vii) 1 (um) Diretor que, quando eleito, não terá designação específica. Fica autorizada a cumulação de funções por um mesmo Diretor.

A atual Diretoria da Even é composta por 5 (cinco) membros. Nesta empresa o diretor executivo ocupa a Presidência do Conselho de Administração. Contrariando, desta forma, o princípio de independência do Conselho.

No final de 2012 a companhia possuía 91,03% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 5 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 5 - Evolução das variáveis estudadas da Even

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-82,76	202,26	3,26	-25,94	56,95	30,86
ROE (%)	7,30	13,60	17,90	14,20	14,20	13,44
Free float (FF)	30,74	43,45	73,68	73,55	91,03	62,49
Independência	-0,67	-0,67	-0,43	-0,43	-0,67	-0,57
Nº conselheiros	6	6	7	7	6	6,4
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Observa-se na Tabela 5 que a Even apresentou um *free float* médio de 62,49%, apresentando seu ápice no ano de 2012 onde apresentou 91,03%. O menor percentual de *free float* foi de 30,74%, no ano de 2008. Também se observa que o *free float* vem aumentando gradativamente ao longo dos cinco anos analisados, saindo de menos de 1/3 do total de ações para mais de 90%, indicando processo de forte desconcentração da propriedade. O grau de independência, sempre negativo e constante, indica que a empresa teve ao longo de todo o período uma maioria de conselheiros internos no total do Conselho de Administração.

#### 4.1.6 EZ TEC Empreendimentos e Participações S.A.

Nome de pregão: EZTEC

Registro concedido em 15 de junho de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da EZ TEC determina no Capítulo IV – “Da Administração da Companhia”, Seção II – “Do Conselho de Administração”, artigo 14:

O Conselho de Administração será composto de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 9 (nove) membros, todos eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, com mandato unificado de 2 (dois) exercícios anuais, considerando-se exercício anual o período compreendido entre 2 (duas) Assembleias Gerais Ordinárias, sendo permitida a reeleição.

A respeito dos membros independentes, o parágrafo 2º do artigo 14 do Estatuto Social, define:

Dos membros do Conselho de Administração, no mínimo 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes, conforme a definição do Regulamento do Novo Mercado, e expressamente declarados como tais na ata da Assembleia Geral que os eleger, sendo também considerado(s) como independente(s) o(s) conselheiro(s) eleito(s) mediante faculdade prevista pelos Artigos 141, Parágrafos 4º e 5º, e 239 da Lei das Sociedades por Ações.

O atual Conselho de Administração da EZTEC é formado por 6 (seis) membros, dos quais 3 (três) são Independentes. Isto representa 50% de independência do Conselho.

O Conselho de Administração é responsável pelo estabelecimento das políticas estratégicas gerais da Companhia e, dentre outras atribuições, é responsável pelo estabelecimento de suas políticas comerciais gerais, por eleger os seus diretores e fiscalizar a gestão dos mesmos, bem como também é responsável pela escolha e destituição dos auditores independentes da EZTEC.

A diretoria da EZ TEC é definida na seção III – “Da Diretoria”, pelo artigo 18:

A Diretoria, cujos membros serão eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, será composta de no mínimo 5 e no máximo 12 Diretores, sendo: 1 (um) Diretor Presidente, 1 (um) Diretor Vice-Presidente, 1 (um) Diretor Financeiro, 1 (um) Diretor de Relação com Investidores, 1 (um) Diretor Técnico, 1 (um) Diretor de Incorporação, 1 (um) Diretor Comercial, 1 (um) Diretor Administrativo, 1 (um) Diretor de Planejamento, 1 (um) Diretor de Operações Imobiliárias, 1 (um) Diretor de Novos Negócios, e 1 (um) Diretor sem designação específica, permitida a cumulação de cargos.

No final de 2012 a companhia possuía 33,60% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 6 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 6 - Evolução das variáveis estudadas da EZ TEC

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-73,00	277,55	70,56	15,35	66,82	71,46
ROE (%)	12,80	17,60	21,80	23,20	20,10	19,10
<i>Free float</i> (FF)	28,66	29,63	29,08	33,23	33,60	30,84
Independência	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nº conselheiros	6	6	6	6	6	6
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. ‘nsa’ significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Na Tabela 6 pode-se observar que a EZ TEC apresentou um *free float* médio de 30,84%, mantendo-se constante no período. O grau de independência, sempre neutro e constante, indica que a empresa manteve o equilíbrio entre seus Conselheiros internos e externos no período.

Conforme informado pelo sítio da EZ TEC, nas informações para os investidores, o diretor executivo ocupa a Presidência do Conselho de Administração. Contrariando, desta forma, o princípio de independência do Conselho.

#### **4.1.7 Gafisa S.A.**

Nome de pregão: GAFISA

Registro concedido em 21 de fevereiro de 1997.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da Gafisa determina no Capítulo IV “Administração”, Seção IV.II “Conselho de Administração”, artigo 17:

O Conselho de Administração é composto por, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 9 (nove) membros efetivos (podendo ser eleitos suplentes), todos eleitos e destituíveis pela assembleia geral, com mandato unificado de 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição.

O atual Conselho de Administração da Gafisa é formado por 6 (seis) membros, eleitos em Assembleia Geral de Acionistas, sendo todos externos, ou seja 100% são independentes, o que atende à determinação da Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), que determina que toda companhia listada tenha um Conselho de Administração formado em sua maior parte por membros independentes.

A respeito dos membros independentes o artigo 18 do Estatuto Social, define:

Dos membros do Conselho de Administração, no mínimo 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes, expressamente declarados como tais na ata da assembleia geral que os eleger, sendo também considerado(s) como independente(s) o(s) conselheiro(s) eleito(s) mediante faculdade prevista pelo Art. 141, §§ 4º e 5º e Art. 239 da Lei das Sociedades por Ações.

No Capítulo IV “Administração”, Seção IV.III “Diretoria”, o artigo 26 e 27 do Estatuto Social, define:

“A diretoria é composta por, no mínimo, 2 (dois) e, no máximo, 8 (oito) diretores, acionistas ou não, residentes no país, eleitos e destituíveis pelo Conselho de Administração, com mandato de 3 (três) anos, sendo permitida a reeleição.”

“Os diretores da Companhia adotarão as designações de diretor presidente, diretor de relações com investidores, diretor executivo financeiro, diretor executivo de Gafisa e os demais diretores executivos operacionais, podendo haver cumulação de funções.”

No atual mandato, 5 (cinco) membros compõem a Diretoria, órgão representante legal da Companhia e responsável, principalmente, pela administração e pelo monitoramento diário das políticas e diretrizes gerais estabelecidas pela Assembléia Geral dos Acionistas e pelo Conselho de Administração.

No final de 2012 a companhia possuía 98,57% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 7 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 7 - Evolução das variáveis estudadas da Gafisa

<b>Ano</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Média</b>
Rentabilidade (%)	-68,19	172,09	-13,85	-64,95	14,32	7,88
ROE (%)	5,30	9,00	11,00	-34,40	-4,60	-2,74
<i>Free float</i> (FF)	98,81	98,86	98,71	99,43	98,57	98,88
Independência	0,14	0,14	0,67	1,00	1,00	0,59
Nº conselheiros	7	7	6	6	6	6,4
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. ‘nsa’ significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Na Tabela 7 pode-se observar que a Gafisa apresentou um *free float* médio de 98,88%, mantendo-se constante no período. É importante destacar para esta empresa o elevado grau de dispersão da propriedade, fato não muito comum no mercado brasileiro. O grau de independência, sempre positivo e constante, indica que a empresa teve ao longo de todo o período uma maioria de conselheiros externos no total do Conselho de Administração.

Na Gafisa, nenhum dos que participam da gestão administrativa fazem parte do Conselho da Administração. Isto representa 100% de independência do Conselho.

#### 4.1.8 Helbor Empreendimentos S.A.

Nome de pregão: HELBOR

Registro concedido em 9 de julho de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da Helbor no Capítulo IV – “Da Administração da Companhia”, Seção II, artigo 17, define:

O Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 9 (nove) membros, facultada a eleição de suplentes para cada um de seus membros, devendo todos serem pessoas naturais e acionistas da Companhia, residentes ou não no país. Os membros do Conselho de Administração serão eleitos ou destituídos pela Assembleia Geral, para um mandato unificado de 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição.

O artigo 18 da mesma seção define que:

No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros do Conselho de Administração deverão ser Conselheiros Independentes, conforme definido no Regulamento do Novo Mercado e expressamente declarado na Assembleia Geral que o eleger. Para os fins deste artigo, poderá também ser considerado como independente o conselheiro eleito mediante faculdade prevista pelo artigo 141, parágrafos 4º e 5º da Lei nº 6.404/76, conforme alterada.

Atualmente o Conselho de Administração da Helbor é formado por 7 (sete) membros sendo 4 (quatro) deles independentes. Isto corresponde a 57,14% de membros independentes.

A seção III – “Diretoria”, o artigo 27 define:

A Diretoria será composta por, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 11 (onze) diretores. Exceto pelo diretor presidente, diretor vice-presidente executivo, diretor vice-presidente administrativo, diretor financeiro, diretor de relações com investidores, diretor de marketing, diretor contábil, diretor técnico e diretor de vendas, os demais diretores terão a designação estabelecida pelo Conselho de Administração.

No final de 2012 a companhia possuía 42,12% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 8 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 8 - Evolução das variáveis estudadas da Helbor

<b>Ano</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Média</b>
Rentabilidade (%)	-75,80	383,71	72,71	2,59	89,41	94,52
ROE (%)	13,30	18,30	25,00	23,50	24,10	20,84
<i>Free float</i> (FF)	43,53	43,41	42,19	42,17	42,12	42,68
Independência	-0,67	-0,67	0,00	0,00	0,14	-0,24
Nº conselheiros	6	6	6	6	7	6,2
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Na Tabela 8 observa-se que a Helbor apresentou um *free float* médio de 42,68%, mantendo-se praticamente constante ao longo do período. O grau de independência, no início do período negativo e em seguida passando de neutro a positivo demonstra que a empresa tentou evoluir no quesito independência do Conselho, fechando o período com uma maioria de conselheiros externos no total do Conselho de Administração.

O comprometedor na independência deste Conselho é que na Helbor o Diretor presidente e o Diretor Vice-Presidente Executivo ocupam os cargos de presidente e vice-presidente do Conselho de Administração, contrariando, desta forma, o princípio de independência do Conselho.

#### **4.1.9 JHSF Participações S.A.**

Nome de pregão: JHSF PART

Registro concedido em 4 de abril de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

De acordo com o Estatuto Social da JHSF, no Capítulo V – “Da Administração da Sociedade”, artigo 18 - o Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 9 (nove) membros, todos eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, com mandato unificado de 1 (um) ano, permitida a reeleição.

O parágrafo segundo do mesmo artigo define que:

Dos membros do Conselho de Administração, no mínimo 20% (vinte por cento) deverão ser Conselheiros Independentes, conforme a definição do Regulamento do Novo Mercado, e expressamente declarados como tais na ata da Assembleia Geral que os eleger, sendo também considerado(s) como independente(s) o(s) conselheiro(s) eleito(s) mediante faculdade



prevista nos Artigos 141, parágrafos 4º e 5º, e 239 da Lei das Sociedades por Ações.

O Conselho de Administração atual é composto por 7 (sete) membros sendo 2 (dois) deles independentes. Isto corresponde a 28,57% de membros independentes.

A diretoria atual é composta por 4 (quatro) membros. Os Diretores são eleitos pelo Conselho de Administração com mandato de três anos, sendo permitida a reeleição, podendo, a qualquer tempo, serem por ele destituídos.

No final de 2012 a companhia possuía 25,24% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 9 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 9 - Evolução das variáveis estudadas da JHSF

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-70,69	149,20	-0,85	65,65	62,33	41,13
ROE (%)	17,10	15,80	19,70	18,70	14,10	17,08
Free float (FF)	18,64	18,67	18,67	18,96	25,24	20,04
Independência	-0,20	-0,67	-0,67	-0,33	-0,43	-0,46
Nº conselheiros	5	6	6	6	7	6
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Na Tabela 9 pode-se observar que a JHSF apresentou um *free float* médio de 20,04%, que se manteve praticamente constante e próximo aos 19% nos primeiros quatro anos, apresentando elevação para pouco mais de 25% em 2012. É bastante possível que esta elevação decorra de exigência da BM&FBovespa, uma vez que o *free float* mínimo de 25% é exigência para que a empresa pertença ao segmento Novo Mercado, e isto não estava sendo cumprido pela JHSF. O grau de independência, sempre negativo e constante, indica que a empresa teve ao longo de todo o período uma maioria de conselheiros internos no total do Conselho de Administração.

Na empresa JHSF o Presidente executivo ocupa a Presidência do Conselho de Administração, contrariando o princípio de independência do Conselho.

#### 4.1.10 João Fortes Engenharia S.A.

Nome de pregão: JOÃO FORTES

Registro concedido em 20 de julho de 1977.

O Estatuto Social da Companhia João Fortes, na seção II – “Conselho de Administração”, artigo 12 determina que:

O Conselho de Administração será composto de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 7 (sete) membros, todos acionistas da Companhia, eleitos pela Assembleia Geral, com mandato unificado de 1 (um) ano, considerando-se cada ano como o período compreendido entre 2 (duas) Assembleias Gerais Ordinárias, sendo permitida a reeleição.

O parágrafo segundo do mesmo artigo define que: “No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros do Conselho de Administração da Companhia deverão ser independentes [...]”. Atualmente o Conselho de Administração da João Fortes é composto por 6 (seis) membros, sendo 4 (quatro) deles independentes. Isto corresponde a 66,67% de membros independentes.

A composição da diretoria da João Fortes é definida na seção III – “Da Diretoria”, pelo artigo 16:

A Diretoria, que será eleita pelo Conselho de Administração, será composta de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) Diretores, acionistas ou não, pessoas naturais e residentes no país, sendo um Diretor Superintendente, não tendo os demais designação específica.

A diretoria atual é composta por 5 (cinco) membros. Destes, 1 (um) faz parte do Conselho de Administração.

No final de 2012 a companhia possuía 9,00% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 10 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 10 - Evolução das variáveis estudadas da João Fortes

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-73,12	220,00	47,37	-20,34	-18,78	31,03
ROE (%)	-2,90	27,20	27,60	15,60	4,90	14,48
Free float (FF)	13,07	8,00	10,00	11,00	9,00	10,21
Independência	-0,11	-0,11	-0,11	-0,11	0,33	-0,02
Nº conselheiros	9	9	9	9	6	8,4
Governança	Não	Não	Não	Não	Não	nsa
Segregação	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Observa-se na Tabela 10, que a João Fortes apresentou um *free float* médio de 10,21%, mantendo-se praticamente constante ao longo do período. O grau de independência em quatro anos negativo com mudança para positivo ao final do período demonstra que a empresa teve uma maioria de conselheiros internos, mas em 2012 a empresa tinha a maioria do Conselho formado por membros externos.

#### 4.1.11 Lix da Cunha

Nome de pregão: LIX DA CUNHA

Registro concedido em 20 de julho de 1977.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da Lix da Cunha, no capítulo III – “Da Administração”, artigo 10 determina que:

O Conselho de Administração terá de três a seis membros, com a denominação de Presidente, Vice-Presidente e Conselheiros, obrigatoriamente acionistas e residentes no País, eleitos pela assembléia geral para um período de 03 (três) anos, possibilitada a reeleição.

Atualmente o Conselho de Administração da Lix da Cunha é composto por 3 (três) membros, sendo 2 (dois) deles independentes. Isto corresponde a 66,67% de membros independentes no total do Conselho. Chama a atenção o fato de todos possuírem o mesmo sobrenome.

A composição da diretoria da Lix da Cunha é definida no capítulo III – “Da Administração”, artigo 15:

A Diretoria será constituída de dois a quinze membros, acionistas ou não, residentes no País, eleitos para um mandato de 3 (três) anos permitida a reeleição, sendo um Diretor Superintendente e os demais designados como Diretores.

A diretoria atual é composta por 3 (três) membros. Nenhum destes faz parte do Conselho de Administração, mas todos possuem o mesmo sobrenome.

No final de 2012 a companhia possuía 61,44% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 11 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 11 - Evolução das variáveis estudadas da Lix da Cunha

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-17,44	54,09	-16,20	-41,13	-45,78	-13,30
ROE (%)	-7,10	2,50	-7,30	-1,70	-19,50	-6,62
<i>Free float</i> (FF)	62,72	61,68	61,56	61,45	61,44	61,77
Independência	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
Nº conselheiros	3	3	3	3	3	3
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Na Tabela 11, nota-se que a Lix da Cunha apresentou no período um *free float* médio de 61,77%, mantendo-se constante ao longo do período. O grau de independência, sempre positivo, sugere que a empresa teve uma maioria de conselheiros externos. Isto é apresentado em Ata e no espaço ao investidor, mesmo todos os membros tendo o mesmo sobrenome.

#### 4.1.12 MRV Engenharia e Participações S.A.

Nome de pregão: MRV

Registro concedido em 13 de julho de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da MRV, no capítulo IV – “Administração”, Seção II – “Conselho de Administração”, artigo 15 determina:

O Conselho de Administração será composto por no mínimo 5 (cinco) e no máximo 7 (sete) membros, todos acionistas da Companhia, eleitos pela Assembléia Geral, cujos mandatos serão unificados e terão a duração de 2 (dois) anos, contados da data de eleição, podendo ser reeleitos.

Parágrafo 1º - No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros do Conselho de Administração deverão ser Conselheiros Independentes, expressamente declarados como tais na Assembleia Geral que os elegeu.

O interessante desta empresa é que, no seu estatuto, ela define de forma detalhada as características do Conselheiro Independente, enumerando item a item suas qualidades e impedimentos.

Considera-se Conselheiro Independente aquele que (i) não tiver qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação no capital social; (ii) não for Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau do Acionista Controlador, não for e não tiver sido nos últimos 3 (três) anos vinculado à sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (excluem-se desta restrição pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa); (iii) não tiver sido nos últimos 3 (três) anos empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade Controlada pela Companhia; (iv) não for fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não for funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia; (vi) não for cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; ou (vii) não receber outra remuneração da Companhia além da de conselheiro (excluem-se desta restrição proventos em dinheiro oriundos de eventual participação no capital).

Atualmente o Conselho de Administração da MRV é composto por 7 (sete) membros, sendo 4 (quatro) deles independentes. Isto corresponde a 57,14% de membros independentes.

A composição da diretoria da MRV está definida na seção III – “Da Diretoria”, pelo artigo 24:

A Diretoria Executiva será composta de 11 (onze) Diretores, acionistas ou não, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, sendo 01 (um) designado Diretor Presidente, 01 (um) Diretor Executivo de Finanças, 01 (um) Diretor Executivo de Relações com Investidores, 01 (um) Diretor Executivo Jurídico, 01 (um) Diretor Executivo Comercial, 01 (um) Diretor Executivo de Produção, 01 (um) Diretor Executivo de Crédito Imobiliário, 01 (um) Diretor Executivo de Desenvolvimento Imobiliário, 01 (um) Diretor Executivo de Administração e Centro de Serviços Compartilhados e 02 (dois) Diretores Executivos Regionais, todos eleitos pelo Conselho de Administração e por ele destituíveis a qualquer tempo.

A diretoria atual é composta por 11 (onze) membros. Destes, 2 (dois) fazem parte do Conselho de Administração. Sendo que o Diretor Presidente acumula a

função de Presidente do Conselho de Administração, contrariando o princípio da Independência do Conselho.

No final de 2012 a companhia possuía 67,51% de ações em circulação no mercado (Free float). A Tabela 12 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 12 - Evolução das variáveis estudadas da MRV Engenharia

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-74,18	338,97	13,71	-30,61	16,44	52,86
ROE (%)	14,10	13,80	20,80	20,70	12,90	16,46
Free float (FF)	49,24	60,85	63,18	65,50	67,51	61,26
Independência	-0,33	0,43	0,43	0,43	0,43	0,28
Nº conselheiros	3	7	7	7	7	6,2
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Nota-se na Tabela 12, que a MRV Engenharia apresentou um *free float* médio de 61,26%, mantendo-se constante ao longo do período, exceto em 2008 onde possuía 49,24% de FF. O grau de independência, iniciando negativo em 2008, passou a positivo nos demais períodos pela reformulação do Conselho de Administração. Isso demonstra que a empresa optou por manter a maioria do Conselho formado por membros externos.

#### 4.1.13 PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações

Nome de pregão: PDG REALT

Registro concedido em 23 de janeiro de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da PDG, no capítulo IV – “Administração”, Seção II – “Conselho de Administração”, artigo 12 determina:

O Conselho de Administração será composto por, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) membros, além de um outro número de suplentes a ser determinado em Assembleia Geral, limitado ao número de conselheiros eleitos, vinculados ou não a conselheiros efetivos específicos, eleitos pela Assembleia Geral e destituíveis por ela a qualquer tempo. O mandato dos conselheiros será unificado e o seu prazo será de 1 (um) ano [...].

O Conselho de Administração da PDG está composto por 8 (oito) membros, sendo 6 (seis) deles independentes. Isto corresponde a 75% de membros independentes.

A composição da diretoria da PDG está definida na seção III – “Da Diretoria”, pelo artigo 17, parágrafo 1º:

A Diretoria será composta por, no mínimo, 02 (dois) e, no máximo, 10 (dez) membros, dentre os quais o Diretor Presidente, o Diretor Vice-Presidente Financeiro, Diretor Vice-Presidente de Operações, o Diretor de Relações com Investidores, o Diretor de Gente e Gestão, o Diretor de Serviços Compartilhados e o diretor Jurídico, os quais terão as competências que lhes forem atribuídas no presente Estatuto Social, e até três Diretores sem designação específica, cujas competências serão atribuídas pelo Conselho de Administração, sendo permitida a cumulação de funções por um mesmo Diretor.

A diretoria atual é composta por 4 (quatro) membros. Destes, 1 (um) faz parte do Conselho de Administração. Este membro, mesmo sendo da administração sua atuação e cargo é de Conselheiro.

No final de 2012 a companhia possuía 98,76% de ações em circulação no mercado (Free float). A Tabela 13 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 13 - Evolução das variáveis estudadas da PDG Realt

<b>Ano</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Média</b>
Rentabilidade (%)	-54,67	211,21	18,70	-40,91	-41,89	18,49
ROE (%)	11,10	11,40	13,20	10,90	-43,30	0,66
<i>Free float</i> (FF)	55,76	71,36	97,98	97,95	98,76	84,36
Independência	-0,67	-0,67	0,50	0,50	0,50	0,03
Nº conselheiros	6	6	8	8	8	7,2
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. ‘nsa’ significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Na Tabela 13, é possível observar que a PDG Realt apresentou um *free float* médio de 84,36%. Em 2008 o seu FF era de 55,76%, logo a seguir, pelo observado, ocorreu uma considerável pulverização das suas ações no mercado. Isto elevou seu FF, nos três últimos anos, para acima de 97% e manteve-se constante neste período.

O grau de independência, iniciando negativo nos dois primeiros anos pesquisados, passou a positivo nos demais períodos. Este fato deve-se a

necessidade da empresa PDG Realt possuir um Conselho com características mais independentes pelo seu nível de FF, mantendo a maioria do Conselho formado por membros externos.

#### **4.1.14 Rodobens Negócios Imobiliários S.A.**

Nome de pregão: RODOBENSIMOB

Registro concedido em 18 de janeiro de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da Rodobens, no capítulo IV – “Administração”, artigo 12 – “Conselho de Administração”, determina:

O Conselho de Administração será composto por no mínimo 06 (seis) e no máximo 09 (nove) membros, dos quais um será o seu Presidente e outro o seu Vice-Presidente, acionistas ou não, eleitos pela Assembleia Geral e por ela destituíveis a qualquer tempo.

Atualmente o Conselho de Administração da Rodobens é formado por 7 (sete) membros sendo 4 (quatro) externos e independentes. Isto representa 57,14% de membros externos na totalidade do Conselho.

A Rodobens tem o cuidado de não permitir que seja eleito para o Conselho de Administração, salvo dispensa da Assembléia Geral, aquele que (i) for empregado ou ocupar cargo em sociedades consideradas suas concorrentes; ou (ii) tiver ou representar interesse conflitante com a sua Companhia. Este cuidado contribui para a independência do Conselho.

A composição da diretoria da Rodobens está definida no capítulo IV – “Administração”, artigo 22 – “Da Diretoria”:

A Diretoria será composta por até 04 (quatro) membros, acionistas ou não, residentes no país, eleitos pelo Conselho de Administração, sendo obrigatórias as seguintes designações: (i) Diretor Presidente; (ii) Diretor Financeiro e de Relações com Investidores; (iii) Diretor Adjunto do Diretor Financeiro; e (iv) Diretor Técnico. Fica autorizada a cumulação de funções por um mesmo Diretor.

Atualmente a diretoria da Rodobens é composta por 4 (quatro) membros e nenhum participa do Conselho de Administração.



No final de 2012 a companhia possuía 45,52% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 14 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 14 - Evolução das variáveis estudadas da Rodobens

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-62,84	137,27	-6,11	-31,50	17,36	10,84
ROE (%)	13,80	4,50	10,60	8,10	10,90	9,58
<i>Free float</i> (FF)	46,74	46,59	46,57	45,55	42,12	45,52
Independência	0,33	0,33	-0,25	-0,25	0,14	0,06
Nº conselheiros	6	6	8	8	7	7
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Na Tabela 14, é possível observar que a Rodobens apresentou um *free float* médio de 45,52. Esta média se manteve constante ao longo do período estudado. O grau de independência do Conselho, no início positivo, teve uma queda tornando-se negativo nos anos 2010 e 2011. Nestes dois anos houve um aumento do número de membros do Conselho que não foi proporcionalmente acompanhado pelos membros independentes. Em 2012, o grau de independência, voltou a se apresentar positivo corrigindo a distorção dos anos anteriores.

Observa-se que a Rodobens prima pela independência do seu Conselho, pois nenhum membro participante do Conselho participa da administração da empresa.

#### 4.1.15 Rossi Residencial S.A.

Nome de pregão: ROSSI RESID

Registro concedido em 1º de julho de 1997.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da Rossi, no capítulo IV – “Órgãos da Administração” na Seção I - “Conselho de Administração”, artigo 17, determina:

O Conselho de Administração será composto de no mínimo 5 (cinco) e no máximo 11 (onze) membros, sendo um designado Presidente, um designado Vice-Presidente e os demais denominados Conselheiros, todos eleitos e destituíveis pela Assembléia Geral, com mandato unificado de 1 (um) ano, sendo permitida a reeleição.

Parágrafo 1º - No mínimo 20% (vinte por cento) dos Conselheiros deverão ser Conselheiros Independentes, conforme definido no § 2º deste artigo.

A Rossi Residencial, no seu estatuto, define de forma detalhada as características do Conselheiro Independente, enumerando item a item suas qualidades e impedimentos.

Parágrafo 2º - Para os fins deste artigo, o termo “Conselheiro Independente” significa o Conselheiro que: (i) não tem qualquer vínculo com a Sociedade, exceto a participação no capital social; (ii) não é Acionista Controlador (conforme definido no artigo 34 deste Estatuto Social), cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, vinculado a sociedade ou a entidade relacionada ao Acionista Controlador (ressalvadas as pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa); (iii) não foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da Sociedade, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Sociedade; (iv) não é fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de 5 serviços e/ou produtos da Sociedade; (v) não é funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Sociedade, em magnitude que implique perda de independência; (vi) não é cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Sociedade; (vii) não recebe outra remuneração da Sociedade além da de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).

O Conselho de Administração da Rossi é formado por 7 (sete) membros, sendo 2 (dois) externos e independentes. Isto representa 28,57% de membros externos na totalidade do Conselho. Nesta formação, nenhum dos membros do Conselho participa da administração, colaborando com a Independência do Conselho.

A diretoria da Rossi está definida no capítulo IV – “Órgãos da Administração” na Seção II - “Diretoria”, artigo 23, determina:

A Diretoria será composta de, no mínimo, 2 (dois) e, no máximo, 12 (doze) diretores, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, acionistas ou não, com mandato de 3 (três) anos, reelegíveis, os quais serão designados Diretor Superintendente, Diretor de Relações com Investidores, Diretor Financeiro, Diretor Comercial, Diretor de Engenharia e Diretor Jurídico e sendo os demais Diretores sem designação específica.

Atualmente a diretoria da Rossi está composta por 4 (quatro) membros e nenhum participa do Conselho de Administração.

No final de 2012 a companhia possuía 62,84% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 15 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 15 - Evolução das variáveis estudadas da Rossi Residencial

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-83,20	312,84	-1,85	-44,75	-39,62	28,69
ROE (%)	9,60	9,60	9,50	4,00	-9,00	4,74
<i>Free float</i> (FF)	50,22	62,73	62,46	62,42	62,84	60,13
Independência	-0,60	-0,60	-0,60	-0,43	-0,43	-0,53
Nº conselheiros	5	5	5	7	7	5,8
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	Nsa
Segregação	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Observa-se na Tabela 15 que a Rossi apresentou um *free float* médio de 60,13%. Esta média se manteve constante ao longo do período estudado, exceto no ano de 2008 que foi de 50,22%. O grau de independência do Conselho, sempre negativo, sugere que a empresa teve uma maioria de conselheiros internos.

O espaço ao investidor da Rossi informa que todos os membros listados no Conselho são externos, mas de todos os apenas dois são considerados independentes.

#### 4.1.16 Tecnisa S.A.

Nome de pregão: TECNISA

Registro concedido em 9 de janeiro de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

A Tecnisa em seu Estatuto Social, no capítulo III – “Da Administração da Companhia”, na Seção II - “Dos Órgãos da Administração”, na Sub-Seção II - “Do Conselho de Administração”, artigo 16, determina:

O Conselho de Administração será composto de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 7 (sete) membros, eleitos e destituíveis pela Assembleia Geral, com mandato unificado de 2 (dois) exercícios anuais, considerando-se exercício anual o período compreendido entre 2 (duas) Assembleias Gerais Ordinárias, sendo permitida a reeleição.

A Tecnisa tem em seu Conselho de Administração 5 (cinco) membros, sendo 3 (três) independentes. Isto representa 60% de membros externos na totalidade do Conselho. Nesta formação, o Diretor Presidente ocupa o cargo de Presidente do Conselho, comprometendo a Independência do Conselho.

A diretoria da Tecnisa está definida no capítulo III – “Da Administração da Companhia”, na Seção II - “Dos Órgãos da Administração”, na Sub-Seção III - “Da Diretoria”, artigo 20:

A Diretoria, cujos membros serão eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, será composta de no mínimo 2 (dois) e no máximo 13 (treze) Diretores, todos nomeados pelo Conselho de Administração, com a seguinte denominação: Diretor Presidente, Diretor Financeiro, Diretor de Relação com Investidores, Diretor Técnico, Diretor Comercial, Diretor de Marketing, Diretor Administrativo, Diretor de Novos Negócios Premium, Diretor de Novos Negócios Flex, Diretor Jurídico e 3 (três) Diretores sem designação específica.

Atualmente a Tecnisa possui uma diretoria composta por 11(onze) membros e como foi observado anteriormente, o Diretor Presidente ocupa o cargo de Presidente do Conselho.

No final de 2012 a companhia possuía 47,35% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 16 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 16 - Evolução das variáveis estudadas da Tecnisa

<b>Ano</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Média</b>
Rentabilidade (%)	-69,69	213,51	8,77	-7,35	-17,09	25,63
ROE (%)	8,70	11,20	16,70	8,80	-11,90	6,70
<i>Free float</i> (FF)	35,31	38,20	38,10	51,07	47,35	42,01
Independência	0,33	0,33	0,20	0,20	0,20	0,25
Nº conselheiros	6	6	5	5	5	5,33
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	Nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. ‘nsa’ significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Observa-se na Tabela 16 que a Tecnisa apresentou um *free float* médio de 42,01%. Nos três primeiros anos do período estudado o FF da Tecnisa girou entre 35 e 40%. Nos anos seguintes apresentou crescimento, chegando a 51,07% em 2011. O grau de independência do Conselho, sempre positivo, sugere que a

empresa teve uma maioria de conselheiros externos, o que de fato se comprova verificando a formação da sua Diretoria e seu Conselho de Administração.

#### **4.1.17 Trisul S.A.**

Nome de pregão: TRISUL

Registro concedido em 10 de outubro de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da Trisul, no capítulo III – “Da Administração”, na Seção II - “Do Conselho de Administração”, artigo 12, determina: “O Conselho de Administração será composto por 06 (seis) membros, eleitos pela Assembléia Geral, com mandato unificado de 02 (dois) anos, podendo ser reeleitos”.

A Trisul possui em seu Conselho de Administração 7 (sete) membros, sendo 2 (dois) independentes. Isto representa 28,57% de membros externos na totalidade do Conselho. Nesta formação, o Diretor Presidente ocupa o cargo de Vice Presidente do Conselho, comprometendo a Independência do Conselho.

A diretoria da Trisul está definida no capítulo III – “Da Administração”, na Seção III - “Da Diretoria”, artigo 20:

A Diretoria será composta de no mínimo 02 (dois) e no máximo 07 (sete) membros, acionistas ou não, residentes no País, eleitos pelo Conselho de Administração, autorizada a cumulação de mais de um cargo por qualquer Diretor, sendo um Diretor Presidente, um Diretor Financeiro, um Diretor de Relações com Investidores e os demais sem designação específica ou cuja designação será feita quando da nomeação pelo Conselho de Administração.

A Trisul possui uma diretoria composta por 2(dois) membros e como foi observado anteriormente, o Diretor Presidente ocupa o cargo de Vice Presidente do Conselho.

No final de 2012 a companhia possuía 40,30% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 17 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 17 - Evolução das variáveis estudadas da Trisul

Ano	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Rentabilidade (%)	-75,98	152,00	23,26	-58,46	1,40	8,44
ROE (%)	2,10	11,10	7,70	-8,60	5,60	3,58
Free float (FF)	35,62	35,00	34,99	35,02	40,30	36,19
Independência	-1,00	-0,67	-0,67	-0,43	-0,43	-0,64
Nº conselheiros	5	6	6	7	7	6,17
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Não	Não	Não	Não	Não	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

Nota-se na Tabela 17, que a Trisul apresentou um *free float* médio de 36,19%. Nos quatro primeiros anos do período estudado o FF da Tecnisa girou na casa dos 35%. Em 2012 chegou a 40,30%. O grau de independência do Conselho, sempre negativo, sugere que no período pesquisado a empresa teve uma maioria de conselheiros internos.

#### 4.1.18 Viver Incorporadora e Construtora S.A.

Nome de pregão: VIVER

Registro concedido em 23 de maio de 2007.

Empresa participante do Novo Mercado da BM&FBovespa.

O Estatuto Social da Viver Incorporadora, no capítulo III – “Administração”, na Seção II - “Conselho de Administração”, artigo 12, determina: “O Conselho de Administração será composto por no mínimo 5 (cinco) e no máximo 7 (sete) membros, eleitos pela Assembleia Geral, com mandato unificado de 01 (um) ano, podendo ser reeleitos”.

O Conselho de Administração da Viver Incorporadora possui 8 (oito) membros, sendo 7 (sete) independentes. Isto representa 87,50% de membros externos na totalidade do Conselho. Nesta formação, nenhum membro do Conselho participa da Administração da empresa. Na Assembleia de 2013 o Conselho foi reduzido para 5 (cinco) membros, sendo 3 (três) classificados como independentes.

A diretoria da Viver Incorporadora está definida no capítulo III – “Administração”, na Seção III - “Da Diretoria”, artigo 21:

A Diretoria da Companhia será composta por 6 (seis) membros, acionistas ou não, residentes no País, eleitos pelo Conselho de Administração, autorizada a cumulação de funções por um mesmo Diretor, sendo designado 1 (um) Diretor Presidente, 1 (um) Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores, 1 (um) Diretor Vice-Presidente Comercial, 1 (um) Diretor Vice-Presidente de Incorporação e 1 (um) Diretor Vice-Presidente de Construção e 1 (um) Diretor Vice-Presidente de Operações.

Esta empresa possui uma diretoria composta por 3 (três) membros e nenhum deles participam do Conselho.

No final de 2012 a companhia possuía 58,64% de ações em circulação no mercado (*Free float*). A Tabela 18 a seguir, apresenta a evolução das variáveis estudadas no período entre 2008 e 2012.

Tabela 18 - Evolução das variáveis estudadas da Viver Incorporadora

<b>Ano</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>Média</b>
Rentabilidade (%)	-91,43	110,91	-0,86	-42,03	-66,86	-18,05
ROE (%)	-12,10	1,60	6,00	-11,40	-78,60	-18,90
<i>Free float</i> (FF)	8,83	19,95	45,10	51,23	58,64	36,75
Independência	-1,00	-1,00	-0,71	0,67	0,75	-0,26
Nº conselheiros	5	5	7	6	8	6,2
Governança	NM	NM	NM	NM	NM	nsa
Segregação	Não	Não	Sim	Sim	Sim	nsa

Fonte: elaborado pelo autor. NM significa participante do Novo Mercado. 'nsa' significa que o cálculo de média não se aplica à esta variável.

É possível observar na Tabela 18, a Viver Incorporadora apresentou um *free float* médio de 36,75% no período pesquisado. Esta empresa, ao longo do período foi pulverizando as ações no mercado. Fato este que pode ser observado no crescimento do FF ao longo do tempo. Em 2012 seu FF chegou a 58,64%. O grau de independência do Conselho, nos três primeiros anos negativo e em seguida tornando-se positivo e com crescimento, sugere que a empresa se adaptou as exigências da boa governança recomendadas pela literatura.

Na Tabela 19 é apresentado um resumo de todas as variáveis coletadas e comentadas ao longo da pesquisa.

Tabela 19 - Resumo das informações coletadas

<b>Empresa</b>	<b>Free Float (médio)</b>	<b>Segregação de funções</b>	<b>Independência do Conselho (média)</b>	<b>Nº total de membros do Conselho (2012)</b>	<b>Aderência a algum segmento de Governança</b>
BROOKFIELD	48,52	1	-0,45	11	Novo Mercado
CR2	62,06	0	0,60	6	Novo Mercado
CYRELA	64,24	1	-0,32	7	Novo Mercado
DIRECIONAL	41,55	1	0,18	7	Novo Mercado
EVEN	62,49	0	-0,57	6	Novo Mercado
EZTEC	30,84	0	0	6	Novo Mercado
GAFISA	98,88	1	1	6	Novo Mercado
HELBOR	42,68	0	-0,24	7	Novo Mercado
JHSF	20,04	0	-0,46	7	Novo Mercado
JOAO FORTES	10,21	1	-0,02	6	Nenhum
LIX DA CUNHA	61,77	1	0,33	3	Novo Mercado
MRV	61,26	0	0,28	7	Novo Mercado
PDG REALT	84,36	1	0,03	8	Novo Mercado
RODOBENS	45,52	1	0,06	7	Novo Mercado
ROSSI RESID	60,13	1	-0,53	7	Novo Mercado
TECNISA	42,01	0	0,25	5	Novo Mercado
TRISUL	36,19	0	-0,64	7	Novo Mercado
VIVER INCORP	36,75	1	-0,26	8	Novo Mercado

Fonte: elaborado pelo autor.



## 4.2 ANÁLISE ESTATÍSTICA

Tabela 20 - Teste de Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	<b>0.472643</b>	4	0.9761	
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
FF	0.319050	0.053985	2.452403	0.8656
IND_CONS	-30.744209	-18.474299	1452.451625	0.7475
N_CONS	-0.219587	3.459492	192.952496	0.7911
SC	-57.196580	-35.343889	7006.832804	0.7940
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: RENT_ACAO				
Method: Panel Least Squares				
Date: 06/12/13 Time: 18:47				
Sample: 2008 2012				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 17				
Total panel (balanced) observations: 85				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	37.71361	115.7197	0.325905	0.7456
FF	0.319050	1.723358	0.185133	0.8537
IND_CONS	-30.74421	48.03966	-0.639976	0.5245
N_CONS	-0.219587	16.55207	-0.013266	0.9895
NG	NA	NA	NA	NA
SC	-57.19658	90.04232	-0.635219	0.5276
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.087983	Mean dependent var	25.37684	
Adjusted R-squared	-0.197022	S.D. dependent var	104.7818	
S.E. of regression	114.6402	Akaike info criterion	12.53182	
Sum squared resid	841112.6	Schwarz criterion	13.13530	
Log likelihood	-511.6025	Hannan-Quinn criter.	12.77456	
F-statistic	0.308707	Durbin-Watson stat	3.106026	
Prob(F-statistic)	0.997570			

A Tabela 20 apresenta o resultado do teste de Hausman. Como é possível observar, a estatística Qui-quadrado (em negrito), com valor de 0,47, indica a necessidade de utilização da estimação com efeitos aleatórios (valor limite para efeito fixo é de 0,10). Assim, utiliza-se os modelos apresentados na metodologia

para a estimação da variabilidade nas variáveis dependentes rentabilidade da ação e ROE nesta condição.

Tabela 21 - Rentabilidade da Ação

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FF	0.053985	0.719415	0.075040	<b>0.9404</b>
IND_CONS	-18.47430	29.24649	-0.631676	<b>0.5294</b>
N_CONS	3.459492	9.001026	0.384344	<b>0.7018</b>
NG	-9.314021	50.91115	-0.182947	<b>0.8553</b>
SC	-35.34389	33.17811	-1.065277	<b>0.2900</b>
C	25.39037	62.84998	0.403984	<b>0.6873</b>

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.000000	0.0000
Idiosyncratic random		114.6402	1.0000

Weighted Statistics			
R-squared	0.033375	Mean dependent var	25.37684
Adjusted R-squared	-0.027804	S.D. dependent var	104.7818
S.E. of regression	106.2285	Sum squared resid	891475.2
F-statistic	0.545534	Durbin-Watson stat	2.948926
Prob(F-statistic)	0.741214		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.033375	Mean dependent var	25.37684
Sum squared resid	891475.2	Durbin-Watson stat	2.948926

Como é possível observar na Tabela 21, o modelo testado não explica a rentabilidade das ações a partir das variáveis selecionadas, indicadoras do nível de governança corporativa adotado pelas Cias. Para aceitar a hipótese de explicação, a probabilidade de erro tipo 1 (Prob.) deveria ser menor do que 0,10, situação que não ocorre para nenhuma das variáveis independentes.

Tabela 22 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FF	-0.079346	0.111522	-0.711485	0.4789
IND_CONS	-9.524103	4.004425	-2.378395	<b>0.0198</b>
N_CONS	0.001846	1.274965	0.001448	0.9988
NG	-1.071550	8.809260	-0.121639	0.9035
SC	-6.387336	5.306699	-1.203636	0.2323
C	14.62829	10.28889	1.421756	0.1590

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		8.198163	0.3117
Idiosyncratic random		12.18117	0.6883

Weighted Statistics			
R-squared	0.155400	Mean dependent var	3.918381
Adjusted R-squared	0.101944	S.D. dependent var	12.96386
S.E. of regression	12.28530	Sum squared resid	11923.37
F-statistic	2.907078	Durbin-Watson stat	1.579772
Prob(F-statistic)	0.018432		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.153960	Mean dependent var	7.080000
Sum squared resid	16899.43	Durbin-Watson stat	1.114606

Esta regressão apresentou resultados melhores que a anterior. Observa-se poder explicativo da variável Independência do Conselho em um nível de significância de cerca de 98%. Porém, o sinal negativo indica que menor independência do Conselho de Administração implica em maior rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido – PL. Isto contraria a expectativa, uma vez que vai de encontro à teoria de que uma boa governança corporativa favorece a criação de valor pelas empresas. Por outro lado, este é o mesmo resultado obtido por Lopes (2012), autor que utilizou o mesmo modelo, porém as variáveis dependentes são outras: Rentabilidade Líquida sobre o Ativo e Lucro antes dos Juros, IR, Depreciação e Amortização. De toda sorte são variáveis que tem, normalmente, correlação positiva entre si.

Cabe registrar que a despeito do resultado consistente para esta regressão, deve-se olhar estes resultados e os anteriores (variável dependente rentabilidade da ação) com certa reserva. Os motivos para esta reserva são vários. Um deles é a amostra com número de dados abaixo do desejado. Um número maior de observações sempre favorece a obtenção de resultados estatísticos mais robustos. Outra questão importante é relativa ao período de tempo coberto pela amostra, entre 2008 e 2012. O setor de construção civil foi fortemente afetado pela crise econômica mundial instalada a partir de 2008, cujos maiores reflexos se deram, no Brasil, em 2009.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi o de entender se a boa governança corporativa explica o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil listadas na BM&FBovespa, conforme as definições previamente adotadas.

Cinco foram as variáveis utilizadas para medir o grau de Governança Corporativa e compreender se o atendimento às recomendações do IBGC permite a criação de valor pelas empresas. Como variáveis explicativas foram utilizadas:

- a) O grau de independência dos conselheiros (INDEP);
- b) A segregação de funções entre o Presidente Executivo e o Conselho de Administração (SC);
- c) O número de conselheiros (TOT);
- d) O percentual de ações em livre circulação (FF - *free float*);
- e) Aderência a algum nível de Governança Corporativa (GC).

A variável que mediu o grau de independência do conselho (INDEP) apresentou 50% (9) das empresas com grau abaixo de 0 (zero). Apenas uma empresa, representando 5,56%, ficou com a neutralidade representada pelo grau 0 (zero). Do grupo estudado 44,44% (8) das empresas ficou acima de 0 (zero). Estes percentuais demonstram que, no mínimo, a metade das empresas estudadas ainda possuem Conselhos de Administração sem a independência desejada e recomendada pela literatura pesquisada.

Silveira (2002) em sua dissertação de Mestrado intitulada Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil, concluiu que:

[...] não é exagero afirmar que as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas, embora não se possa afirmar com convicção que tenham desempenho superior (SILVEIRA, 2002, p. 134).

A variável que mediu a segregação de cargos (SC) entre diretor executivo e presidente do conselho mostrou que 44,44% (8) das empresas estudadas não tinham executivos participando em seu Conselho de Administração e que a outra parte, 55,56% (10), mantinha seus executivos ocupando alguma função dentro do

Conselho de Administração. Esta variável demonstrou uma tendenciosa dificuldade das empresas em manter um Conselho de Administração independente.

Em duas das empresas estudadas (Direcional e Lix da Cunha) mesmo sendo apresentado um Conselho aparentemente independente, dos membros considerados externos e independentes, grande parte destes possuía o sobrenome dos CEO e CFO da empresa.

Lopes (2012) em sua dissertação de Mestrado intitulada Governança Corporativa e a Relação com Desempenho e o Valor das Empresas Brasileiras, escreveu:

Esta relação entre ambos demonstrou-se correlacionar-se negativamente, o que não corrobora as recomendações do IBGC e CVM. O grau de independência elevado não foi saudável para desempenho da empresa, sugerindo que a estrutura de governança deve ter limites para o grau de independência atingir um melhor desempenho. É importante ressaltar, todavia, que a definição operacional adotada para a independência considera se conselheiros externos e internos, pois somente a partir de 2007 as informações sobre conselheiros independentes se tornaram obrigatórias” (LOPES, 2012, p. 89).

A variável que mediu o tamanho do conselho (TOT) demonstrou que 38,89% (7) das empresas estudadas possuíam até 6 (seis) conselheiros. Outros 55,56% (10) possuíam de 7 (sete) a 10 (dez) conselheiros e uma (5,56%) possuía acima de 10 (dez) conselheiros. Esta variável mostrou que a maioria deste grupo de empresas preferia um conselho de tamanho médio (7 a 10 conselheiros) em relação a amostra e que numa delas (Gafisa) mesmo tendo 6 (seis) Conselheiros e ficando na fatia de menor expressão, todos eram externos e independentes, demonstrando a boa intenção de possuir um Conselho de Administração ativo, independente e em prol dos acionistas.

Silveira (2002) em sua dissertação afirma que:

[...] O tamanho do conselho apresenta uma relação certamente não linear com valor e desempenho, sendo mais forte com o desempenho, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam um melhor desempenho financeiro. A independência do conselho, conforme definida operacionalmente, não parece importante (SILVEIRA, 2002, p. 134).

Já a variável que mediu o percentual médio de ações livres em circulação, ou *Free Float*, demonstrou que 55,56% (10) das empresas estudadas mantinham um

*free float* abaixo de 50%, mas ainda assim dentro das exigências do Novo Mercado promovido pela BM&FBovespa. Uma delas (João Fortes), teve um FF médio de 10,21%, nem mesmo se enquadrando nas regras do Novo Mercado, que de acordo com as orientações da BM&FBovespa exige, no mínimo, 25% de FF.

Outras 38,89% (7) das empresas pesquisadas ficaram com um FF entre 51% e 90%. Apenas uma empresa (Gafisa, representando 5,56%) ficou com uma média de FF acima dos 90% (98,88% de FF). Foi a empresa da amostra que demonstrou o mais alto grau de pulverização de ações no mercado.

O pertencimento ou a aderência a algum nível diferenciado de Governança Corporativa (GC) foi encontrada em 94,44% (17) das empresas estudadas. Das 18 (dezoito) empresas 17 (dezesete) faziam parte do segmento Novo Mercado da BM&FBovespa. Apenas uma (João Fortes) não havia se enquadrado em nenhum nível.

Ao realizar os testes de regressão para verificar a correlação entre as variáveis, a Tabela 20 - Teste de Hausman apresentou um resultado que indicava a necessidade de utilização da estimação com efeitos aleatórios para medir a variabilidade das variáveis dependentes, estando nesta condição a rentabilidade da ação e ROE.

Através da regressão, conforme visto na Tabela 21 - Rentabilidade da Ação, o teste não conseguiu explicar a rentabilidade das ações baseada nas variáveis selecionadas, indicadoras do nível de governança corporativa adotado pelas empresas selecionadas.

Na regressão apresentada pela Tabela 22 - Retorno sobre o Patrimônio Líquido, os resultados foram melhores. O poder explicativo da variável Independência do Conselho alcançou um nível de significância em torno de 98%. Porém, o sinal negativo sugeriu que uma menor independência do Conselho de Administração implicou numa maior rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido – PL. Este resultado contrariou as expectativas, pois foi contra o recomendado pela literatura onde uma boa governança, também baseada na independência do Conselho, promove a criação de valor para as empresas.

Os resultados apresentados vão ao encontro de alguns trabalhos já realizados. Um exemplo a ser citado é o da pesquisa de Zomignani (2003). Na conclusão da sua dissertação ele afirmou que “apesar dos inúmeros trabalhos

realizados, pouco se concluiu a respeito das associações entre práticas de governança corporativa e valor das empresas” (ZOMIGNANI, 2003, p. 73).

É interessante lembrar que um número maior de observações favorece a obtenção de melhores resultados estatísticos. Um evento que deve ser citado é que o setor de construção civil foi afetado pela crise econômica mundial instalada a partir de 2008, atingindo o Brasil em 2009, justamente no meio do período de tempo coberto pela amostra (2008 a 2012).

Este trabalho, que teve por objetivo entender se a boa governança corporativa explica o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do setor de construção civil listadas na BM&FBovespa, pode ser ampliado em algumas direções. Em pesquisas futuras, outros acadêmicos poderão desenvolver estudos procurando responder outras questões tais como:

- a) De que forma será possível medir a independência do Conselho de Administração em relação aos gestores, executivos e/ou acionistas controladores?
- b) Como realizar uma análise da influência nas relações da administração e dos conselheiros com a independência do Conselho de Administração?
- c) Investigar se existe relação entre a qualificação profissional do Conselho de Administração e o valor ou o desempenho da companhia?

Ao demonstrar os possíveis benefícios e vantagens (ou não) das práticas diferenciadas de Governança Corporativa espera-se que estas evidências possibilitem aos pesquisadores a realização de experiências com outras variáveis, facilitando o desenvolvimento de estudos sobre Governança Corporativa no Brasil e promovendo a criação de valor nas empresas que adotarem as boas práticas de governança.



## REFERÊNCIAS

- ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, Dec, 1972.
- ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. 2ª ed. rev. e amp. São Paulo: Thomson, 2002.
- ATTIE, William. **Auditoria: conceitos e aplicações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- BARRETO, Alcyrus Vieira Pinto; HONORATO, Cezar de Freitas. **Manual de sobrevivência na selva acadêmica**. Rio de Janeiro: Objeto Direto, 1998.
- BERGAMINI JUNIOR. Sebastião. Controles internos como um instrumento de governança corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n.24, p.149-188, dez. 2005.
- BERLE, Adolph; MEANS, Gardner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BERLE, Adolph; MEANS, Gardner C. **The modern Corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.
- BORGES, Luis Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n.24, p.111-148, dez. 2005.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, 17 dez. 1976 (suplemento) – Alterada.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; COUTINHO, Eduardo Senra. A teoria da firma e a fundamentação teórica para fusões e aquisições: uma análise de suas interfaces. **RAC-Eletrônica**, Curitiba, v.2, n.2, art. 7, p.273-295, maio/ago. 2008.
- CHARAN, Ram. **Reinventando a governança corporativa: por que a estratégia de atuação dos conselheiros pode determinar o sucesso ou o fracasso de uma empresa**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- COASE, Ronald. H. The nature of the firm. **Economica**, New Series, v. 4, n. 16, p. 386-405, Nov. 1937.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. 2002. Cartilha. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc)> Acesso em: 25 maio 2012.
- COOMBES, Paul; WONG, Chiu-Yin. Chairman and CEO: one job or two? **The Mckinsey Quarterly**, n.2, 2004.

CORREIA, Laíse Ferraz. AMARAL, Hudson Fernandes. Reflexão sobre as Funções da Governança Corporativa. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 1, p. 43-55, jan./mar. 2006.

CREPALDI, Silvio Aparecido. **Auditoria contábil: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004. 510 p.

ECONOMÁTICA®, versão de 06/2012: Economática Software de Apoio a Investidores Ltda.

FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, June, 1983.

GARCIA, Eduardo Alfonso Cadavid. **Manual de sistematização e normalização de documentos técnicos**. São Paulo: Atlas, 1998.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

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

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William. H. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. **Revista de Administração**, São Paulo: FEA/USP, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan./mar. 1994.

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

LOPES, Alexsandro. **Governança corporativa e a relação com desempenho e o valor das empresas Brasileiras**. 2012. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2012.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Rev. de Contabilidade e Finança - USP**. São Paulo. Edição Comemorativa. p. 65-79, set. 2006.

MARCONI, Marina de A.; LAKATOS, Eva M. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MOTTA, José Luiz de Souza; SILVEIRA, Alfredo Maciel da; BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Exemplo de Modelo Referencial de Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 13, n.26, p.191-222, dez. 2006.

NADLER, David A. Building better board. **Harvard Business Review**, Boston, MA, v.82, n.5, May, 2004.

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

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em: 01 jun. 2012.

PERES JÚNIOR, José Hernandez. **Auditoria de demonstrações contábeis**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

POSNER, Eric A. **Agency models in law and economics**. John M. Olin Law & Economics Working Paper, n. 92, série 2. 2000.

RAUEN, Fábio José. **Elementos de iniciação à pesquisa**. Rio do Sul: Nova Era, 1999.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE Adriana. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, Pilar Baptista. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SIFFERT, Nelson Filho. Governança corporativa: padrões Internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, jun. 1998.

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

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

SMITH, Adam. **The wealth of nations**. 1776. Disponível em: <<http://www2.hn.psu.edu/faculty/jmanis/adam-smith/Wealth-Nations.pdf>>. Acesso em: 31 maio 2012.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação.** São Paulo: Atlas, 1987.

VEBLEN, Thorstein B. **Teoria de la classe ociosa.** 1. impressão em 1899, reimp. de 2000. Ediciones El Aleph.com.

VENTURA, Deisy. **Monografia jurídica.** Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2002.

VICTÓRIA, Lia Beatriz Gomes; MAEHLER, Alisson Eduardo. Governança corporativa: principais diferenças entre os modelos anglo-saxão e nipo-germânico. **IX ENPOS Encontro de Pós Graduação. Faculdade de Agronomia Eliseu Maciel - UFP,** Pelotas. Nov. 2007.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna.** Tradução José Antônio Ferreira. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

WILLIAMSON, Oliver E. **Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications.** The Free Press, 1975.

WILLIAMSON, Oliver E. The theory of the firm as governance structure: from choice to contract. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 16, n. 3, p. 171-195, 2002.

WILLIAMSON, Oliver E. WINTER, S. **The nature of the firm, origin, evolution and development.** New York: Oxford University Press, 1993.