

Perfil do Conselho de Administração e o Desempenho das Companhias Brasileiras

Rodrigo da Silveira Kappel - Mestre em Economia e Controladoria
Doutorando em Contabilidade pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS) e
Coordenador do Curso de Ciências Contábeis da Faculdade Dom Alberto em Santa Cruz do
Sul/RS
rodrigokappel@terra.com.br

João Zani - Doutor em Administração
Pró-Reitor de administração e professor do PPG em Ciência Contábeis da UNISINOS
jzani@unisinis.br

Clea Beatriz Macagnan - Doutora em Creación, estrategia y gestión de empresas
Coordenadora e professora do PPG em Ciência Contábeis da UNISINOS
clea@unisinis.br

Norberto Hoppen - Doutor em Administração - Sistemas de Informação
Professor do PPG em Administração e em Ciência Contábeis da UNISINOS
norbertoh@unisinis.br

Resumo

O estudo tem por objetivo investigar como o perfil do conselho de administração influencia o desempenho econômico e o valor das companhias abertas no Brasil. A análise da pesquisa é desenvolvida a partir de evidências quantitativas obtidas com base em procedimentos estatísticos de regressão linear múltipla. Com isso o estudo é realizado em um conjunto de 180 empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, sendo considerado na análise, oito variáveis independentes de perfil do conselho de administração das empresas e três variáveis de controle. Após a aplicação das técnicas estatísticas foi possível identificar que a variável idade do presidente do conselho relaciona-se positivamente com o desempenho, ou seja, uma maior experiência profissional por parte do presidente proporciona melhores desempenhos. As variáveis, independência e tamanho do conselho, estão negativamente relacionadas com o desempenho das companhias. Não foram encontrados resultados estatisticamente significativos entre as variáveis independentes e o valor das empresas com base no Q de Tobin. Por fim, entende-se que a principal contribuição da pesquisa está no fato de produzir indícios de que o perfil e as características dos conselheiros podem melhor explicar os efeitos positivos em termos de desempenho econômico, conforme observado na variável que explicou a relação entre a experiência do presidente e o desempenho das empresas.

Palavras chave: Teoria de Agência, governança corporativa, conselho de administração, perfil do conselho de administração e Q de Tobin.

Área Temática Escolhida: Finanças Corporativas e Mercado Financeiro.

1. Introdução

A demanda pelo capital financeiro é um fator chave da produção, está presente nas companhias, proporcionando a origem de uma matriz de relações complexas entre os contratantes do capital, ou seja, proprietários, gestores e credores. A estruturação destes acordos entre os contratantes, em função dos interesses divergentes, cria uma demanda por monitoramento por meio de mecanismos que possam mitigar os vários conflitos de agência. (Jensen e Meckling 1976)

Segundo Saito e Silveira (2008) a necessidade de alinhar os objetivos da corporação, em função do conflito entre os tomadores de decisão e os fornecedores de capital, é uma característica marcante das grandes corporações modernas. Estes conflitos de interesse propriedade sempre foram o centro de discussões sobre governança corporativa. Segundo os autores, o trabalho de Berle e Means (1932) é considerado o marco inicial da governança corporativa e, o estudo de Jensen e Meckling (1976), contribuiu para o desenvolvimento dos estudos sobre governança corporativa passando a ser vista como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, com o objetivo de minimizar os custos decorrentes dos conflitos de agência.

Para Bech et al. (2002), foram diferentes eventos ocorridos nas organizações e no mercado financeiro que desencadearam uma série de discussões em torno dos problemas de governança corporativa, destacando-se a lei *Sarbanes-Oxley Act 2002 – Sox*, decorrente de inúmeros escândalos corporativos ocorridos em empresas norte-americanas. Nesse sentido é importante salientar que Jensen (1993) e Agrawal e Knoeber (1996) já discutiam que a independência do conselho de administração é uma das características necessárias aos conselheiros para o desenvolvimento de uma boa governança corporativa. Outros autores como Ahmed e Duellman (2007), Francis e Martin (2010), LaFond e Roychowdhury (2008), Gillan, Hartzell e Parrino (2009), Hermalin e Weisbach (2003), Adams, Hermalin e Weisbach (2010), Gillan (2006), Bushman e Smith (2001) e Armstrong, Guay e Weber (2010) também discutem a importância do tema.

Em vista disso, segundo Silveira (2004), o conselho de administração tem um papel fundamental na condução das práticas de governança corporativa, sendo considerado o principal instrumento interno para redução dos custos de agência entre acionistas e gestores, assim como acionistas controladores e minoritários. Nesse sentido este estudo procura investigar como o perfil do conselho de administração das empresas brasileiras pode influenciar o desempenho econômico e o valor das companhias.

Coles, Daniel e Naveen (2008) salientam que muitos estudos sobre o conselho de administração procuram evidenciar que quanto maior o seu nível de independência, mais alinhadas estarão as decisões do conselho com os interesses dos acionistas. Segundo Silveira (2004), a maior parte dos estudos sobre o tema procuram avaliar individualmente a influência de mecanismos específicos de governança corporativa (estrutura de propriedade, tamanho do conselho, estrutura de capital, etc) em relação à variáveis de desempenho corporativo (indicadores contábeis de rentabilidade, valor de mercado das empresas, etc). Dessa forma, destaca-se como originalidade do estudo a avaliação de aspectos exógenos da governança como as características do perfil dos conselheiros que compõem o principal órgão que define as políticas da empresa, influenciando diretamente nas práticas de governança corporativa, e por consequência, no desempenho das empresas.

Por fim, o estudo tem como objetivo principal avaliar como o perfil do conselho de administração influencia o desempenho econômico e o valor das companhias abertas no Brasil. Para alcançar o objetivo principal, de forma mais específica objetiva-se identificar a aderência entre o desempenho econômico e o valor das companhias com perfil dos conselhos de administração, identificando como estas características podem influenciar o desempenho e o valor das empresas. Assim, o trabalho está organizado em cinco partes, incluindo

primeiramente esta introdução. Na sequência será apresentado o aporte teórico da pesquisa. Na terceira parte é destacada a metodologia que possibilitou o desenvolvimento do estudo e, na sequência, a quarta seção é destinada a apresentação e análise dos dados da pesquisa. Finalmente, a última parte do estudo expõe as conclusões e recomendações para futuros trabalhos.

2. Fundamentação Teórica

2.1. Teoria de Agência

A Teoria de Agência estuda a relação entre o proprietário da empresa (principal) e o administrador (agente) como uma relação contratual. Este contrato deve regular a relação entre os direitos de propriedade e a sua respectiva gestão por parte do agente. Com isso, observa-se uma forte relação entre a Teoria da Firma, a Teoria dos Custos de Transação e a Teoria de Agência. Segundo Coase (1937) a Teoria Neo-clássica não possuía elementos suficientes para explicar e determinar as relações contratuais da firma. Por outro lado, Williamson (1979) relata os contratos e custos para utilizar os mercados particularmente no que diz respeito à compreensão do funcionamento das firmas e mercados, envolvendo decisões de internacionalizar ou externacionalizar uma atividade da empresa. Para Alchian e Demsetz apud Jensen e Meckling (1976) os custos de agência e monitoramento estão presentes em todos os contratos que compõem a essência da firma, ou seja, os custos resultantes do monitoramento das relações com empregados, clientes, credores e acionistas.

A relação de agência, a estrutura de propriedade da firma e como isto afeta os retornos do principal, produzem uma ampla série de aplicações a diversos problemas econômicos e organizacionais. O estudo de Jensen e Meckling (1976) procurou desenvolver uma teoria da estrutura de propriedade baseada em recentes avanços de três teorias como Teoria dos Direitos de Propriedade, Teoria de Agência e Finanças. Como resultado a pesquisa produziu importantes implicações para várias questões referentes a literatura da Teoria da Firma, da separação entre a propriedade e o controle, da “responsabilidade social” dos negócios, da definição da função objetivo da companhia, da determinação ótima da estrutura de capital, da especificação do conteúdo dos acordos de créditos e das teorias das organizações e dos mercados.

Nesse sentido, com base no trabalho de Fama e Jensen (1983), é importante destacar também como problema de pesquisa da Teoria de Agência a separação entre administrador e proprietário, ou seja, com base no estudo observa-se o seguinte questionamento: como as organizações podem sobreviver à separação entre controle e propriedade? Com isso, mais uma vez observa-se como resposta ao problema, a existência dos custos de agência como forma de atenuar as divergências de interesse entre agente e proprietário. Segundo Fama (1980) observa-se uma forte preocupação por parte dos economistas com os problemas de incentivos gerados em função dos interesses do agente não estarem plenamente alinhados com os objetivos dos proprietários. O autor procura explicar que a segurança na separação entre propriedade e controle pode ser uma eficiente forma de organização econômica, fazendo-se necessário o monitoramento das atividades do agente e a utilização de um sistema de incentivos como forma de maximizar o valor da firma.

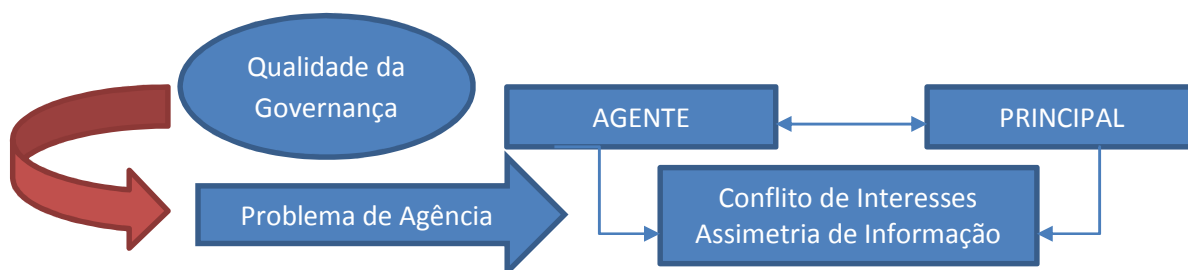
Por fim, cabe destacar que a Teoria de Agência teve como principais autores JENSEN, Michael C., MECKLING William H. e FAMA, Eugene F. Como principais contribuições da Teoria de Agência observa-se a necessidade de separação da propriedade e do controle o que introduz o conceito de custos de agência em função dos interesses divergentes entre principal e agente. Como forma de minimizar os efeitos dos conflitos de agência a teoria introduz métodos que incluem auditoria, sistemas formais de controle, restrições orçamentárias e o estabelecimento de sistemas de incentivo para atender os interesses do administrador e dos investidores externos, alinhado aos objetivos do proprietário (investidor interno). De acordo

com o que foi exposto, a existência de problemas e custos de agência segue como um desafio a ser minimizado com base em mecanismos que contribuam para a eficiência da empresa, pois observa-se que Teoria de Agência contribuiu para o desenvolvimento de estudos sobre governança corporativa e estrutura de propriedade.

2.2. Governança Corporativa

Em 1932, Berle e Means destacaram de forma pioneira a preocupação de monitorar o comportamento do administrador em função dos objetivos do proprietário. Para Jensen e Meckling (1976, p. 5) a empresa é um nexo de contratos envolvendo diferentes, necessitando de instrumentos (custos de agência) para assegurar que o agente não promoverá ações que prejudiquem o interesse do principal. O problema de agência é um elemento essencial que ocorre nas relações contratuais da firma em função da separação entre propriedade e controle, promovendo a mobilização de forças de controle, internas e externas, voltadas para a harmonização de interesses entre agente e principal. Para Shleifer e Vishny (1997, p. 740-741) a governança corporativa atua como instrumento mitigador do conflito, alinhando os interesses divergentes da relação agente e principal conforme demonstrado na figura 1.

Figura 1 – Problema de Agência e Governança Corporativa



Fonte: Jensen e Meckling (1976) e Shleifer e Vishny (1997)

Para Tirole (2006), Constantinides, Harris e Stulz (2003), Armstrong, Guay e Weber (2010), Saito e Silveira (2008), Hart (1995) e outros autores, este foi o ponto de partida para o pensamento acadêmico posterior sobre governança corporativa e finanças corporativas, sendo que a qualidade da governança é fortemente influenciada pelo ambiente de informações que desempenha um papel central em determinar a extensão destes conflitos e na criação de mecanismos para mitigá-los. Armstrong Guay e Weber (2010), Gillan (2006) e Bushman e Smith (2001) também afirmam que o ambiente onde a empresa está inserida exerce forte influência no grau de assimetria informacional e, conseqüentemente, nas estruturas de governança corporativa dos diferentes ambientes organizacionais e das companhias, afetando as condições e as características informacionais dos dados divulgados.

Nesse sentido é importante destacar aqui que a governança corporativa é o resultado de uma alteração institucional que está ocorrendo em diversas partes do mundo, ou seja, é um embate de forças em um determinado momento e em determinada sociedade ou nação. Como exemplo pode-se destacar a Lei *Sarbanes-Oxley Act 2002*, sendo necessário no momento uma intervenção institucional por parte do governo americano para regular uma situação que se encontrava fragilizada no mercado financeiro, influenciando outros ambientes institucionais de diversos países. Para Andrade e Rossetti (2006, p.27) os quatro valores que dão sustentação à boa governança *fairness, disclosure, accountability e compliance* apresentam características distintas nos diferentes ambientes organizacionais. Os fatores culturais, o desenvolvimento do mercado de capitais, os instrumentos financeiros desenvolvidos no país e ao tipo de controle das empresas (difuso ou concentrado) influenciam o conflito de agência existente e o modelo de governança corporativa.

A abordagem de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), enfatiza a concentração de propriedade e a proteção dos minoritários e em seu estudo os autores apresentam um

ranking de sistemas de governança entre 27 países, demonstrando que a diferenciação dos modelos de governança é proveniente da estrutura legal dos países. Para La Porta et al (2000), a origem do financiamento das empresas e o ambiente institucional definem o principal conflito de agência e por consequência o modelo de governança corporativa. Para os autores, os mercados financeiros estão profundamente enraizados na estrutura legal de cada país e na origem de suas leis, porém a integração mundial dos mercados de capitais mundiais exige reformas que por décadas não foram mencionadas.

Em resumo, um bom sistema de governança corporativa alinha os interesses da corporação diante dos diferentes conflitos, tendo como resultado as melhores decisões. As normas de governança obrigatórias (como exigido por bolsas de valores, legislaturas, tribunais ou as autoridades de supervisão) são necessárias para superar o problema da ação coletiva resultante da dispersão entre os acionistas e para garantir que os interesses de todos os grupos relevantes estejam alinhados e representados. Por outro lado os acionistas também enfrentam conflitos que precisam ser monitorados por meio de acordos de confiança, como os decorrentes de executivos, funcionários e clientes. Assim, os principais resultados de uma boa governança corporativa para as companhias estão associados a benefícios externos, como facilidade de captação de recursos e redução do custo de capital, assim como benefícios internos vinculados ao aprimoramento do processo decisório da alta administração. Nesse sentido, é importante destacar que também existem custos para a adoção de boas práticas de governança corporativa como gastos adicionais com relatórios complexos, conselho de administração com membros independentes e com remuneração e responsabilidades compatíveis, transparência organizacional que pode prejudicar a posição competitiva da empresa, dentre outros.

2.3. Conselho de Administração

Jensen (1993) salienta que o conselho de administração encontra-se no ápice do sistema de controle interno da governança corporativa, tendo como responsabilidade final o funcionamento eficiente da empresa. Com isso, segundo Armstrong, Guay e Weber (2010), os estudos sobre governança corporativa normalmente se concentram em dois tipos de problemas de agência, onde o primeiro ocorre na existência de alinhamento dos interesses entre os membros do conselho e os interesses dos acionistas, mas com interesses divergentes entre os acionistas e os gestores. O segundo problema ocorre quando os interesses dos conselhos e dos gestores estão alinhados, mas não estão completamente alinhados com os interesses dos acionistas.

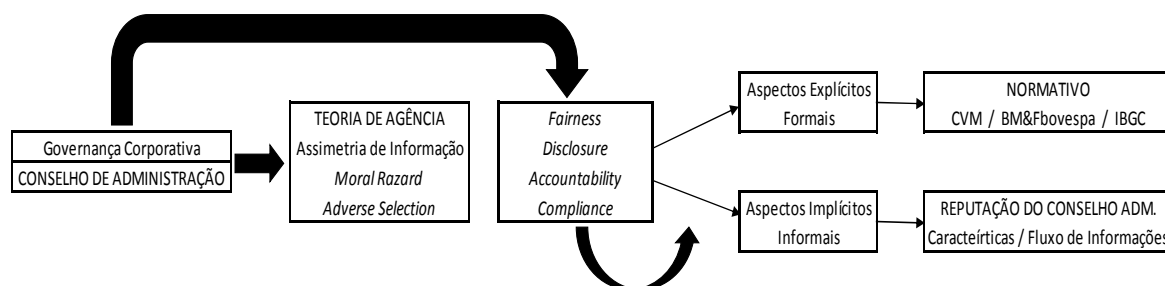
Os estudos de Ahmed e Duellman (2007), Francis e Martin (2010) e LaFond e Roychowdhury (2008) procuram analisar os planos de remuneração dos executivos, as estruturas de incentivo e outros mecanismos de monitoramento dos conselhos que visam garantir ações benéficas aos acionistas. Por outro lado, na presença de desalinhamento de interesses entre acionistas e conselho de administração, pode-se destacar os estudos de Zhao e Chen (2008) e Duchin, Matsusaka e Ozbas (2008) que examinam problemas relacionados a independência dos conselhos de administração e o entrenchamento entre CEO's e acionistas, influenciando ou anulando as decisões do conselho.

Para Armstrong, Guay e Weber (2010) as estruturas de governança corporativa incluem os contratos formais, incluindo estatutos, contratos de trabalho, regulamentos de independência do conselho de administração, diretrizes para recompras de ações dentre outras formas. Os contratos informais também compõe a estrutura de governança como acionistas e conselhos apresentando considerável discricção na realização de suas atividades de acompanhamento, conselhos de administração estabelecendo reputações externas em relação a sua independência e experiência. Embora os contratos formais, como as regras e normas da SEC, influenciam algumas das características e decisões com relação a reputação dos

conselhos, também existe uma considerável quantidade variáveis de reputação do conselho de administração que não são abrangidos pelos contratos formais, sendo improvável que apenas os aspectos formais possam explicar completamente o desempenho das companhias.

Neste contexto, considerando o objetivo deste estudo, é possível avaliar as características dos conselhos de administração sobre dois enfoques conforme a figura 2, ou seja, por meio dos aspectos explícitos (regras e normas brasileiras da CVM / IBGC / BMF&BOVESPA) e implícitos (características não obrigatórias que explicam a reputação dos conselhos).

Figura 2 – Características do Conselho de Administração



Fonte: elaborado pelo autor

É importante destacar aqui, segundo o estudo de Hermalin e Weisbach (2003), que duas questões importantes dificultam o trabalho empírico em conselhos de administração e outros trabalhos empíricos sobre a governança, ou seja, quase todas as variáveis de interesse são endógenas, causando problemas usuais de endogeneidade conjunta e, os estudos muitas vezes negligenciam esta questão, obtendo resultados que são difíceis de serem interpretados. Para os autores, muitos estudos sobre o conselho de administração, procuram investigar a relação entre desempenho e variáveis explicativas como tamanho e independência do conselho, apresentando problemas endogeneidade, que em muitas vezes não são considerados nos estudos empíricos, ou seja, desempenho é tanto um resultado das ações da administração anterior e ela própria um fator que potencialmente influencia a escolha de diretores do conselho. Apesar da dificuldade de obtenção dos dados, ainda segundo os autores, estudar as características mais específicas sobre o conselho é uma abordagem potencialmente mais poderosa porque é menos propenso a fatores não-observáveis que podem contaminar a relação estatística, sendo menos provável a ocorrência de endogeneidade e, este tipo de teste, é muito mais limpo do que os estudos empíricos relativos a composição e independência do conselho influenciando o desempenho das empresas.

Hermalin e Weisbach (2003) e Adams, Hermalin e Weisbach (2010) realizaram um levantamento de pesquisas sobre o papel dos conselhos de administração, onde o tema-chave em suas pesquisas é como heterogeneidade dos conflitos de agência nas empresas proporciona uma heterogeneidade na estrutura de administração, assim como outros mecanismos de governança que as empresas usam para resolver esses conflitos de agência. Os autores destacam problemas em grande parte dos estudos na associação de causalidade entre desempenho e conselho de administração, mas reconhecem a importância de compreender o papel dos conselhos com respeito a configuração diretiva para regular as atividades das empresas. Para eles, muitos estudos desconsideram os aspectos de endogeneidade na relação desempenho e características do conselho. Ambos os estudos argumentam que as questões mais específicas sobre o conselho de administração e a gestão das empresas apresentam um potencial melhor de explicar as alterações no desempenho das companhias.

Neste contexto, é possível observar que os estudos sobre os conselhos de administração centram suas investigações aspectos formais da governança corporativa, como normas e regulamentos, buscando evidências nas relações entre a estrutura de administração e

valor da empresa, as escolhas de governança e as decisões de investimento e de financiamento. Como exemplo, pode-se destacar os estudos de Rosenstein e Wyatt (1990) e Yermack (1996), Yermack (2004), Yermack (2006), Anderson et al. (2005), Baliga et al. (1996), Brickley et al (1997), Goyal e Park (2002), Chhaochharia e Grinstein (2005a,b), Gillan (2006), Bushman e Smith (2001), Armstrong, Guay e Weber (2010) Bhagat e Black (1999), Bhagat e Black (2000), Arosa et al (1998), Arosa, Iturralde e Maseda (2012) e outros que investigam a relação entre o tamanho, e aspectos relacionados a independência do conselho de administração e a existência de comitês. Apesar disso, grande parte dos resultados encontrados apresentam divergências.

Por fim, o estudo de Dutra e Saito (2002) evidencia que as principais companhias abertas brasileiras apresentam o conselho dominado por pessoas ligadas ao grupo controlador e com baixa participação de conselheiros independentes. Outros estudos mais recentes no Brasil como os de Andrade et al (2009) e Gondrige e Clemente (2012) apresentam uma forte presença de conselheiros externos mas não encontram significância na relação com o desempenho e sim uma relação positiva entre o tamanho do conselho e o valor de mercado das companhias. Assim, os estudos no Brasil também apresentam divergências, o que pode justificar a importância deste estudo em analisar as características mais específicas do conselho de administração por meio do perfil dos conselheiros, apresentando outras evidências que podem melhor explicar a relação entre desempenho e variáveis explicativas sobre o conselho.

3. Procedimentos Metodológicos

Este estudo caracteriza-se como uma pesquisa quantitativa com a utilização de dados secundários. Com isso, o estudo é desenvolvido a partir de evidências quantitativas obtidas com base em procedimentos estatísticos, pois o objetivo é produzir inferências com base na análise dos dados secundários estatisticamente significativos da amostra representativa da população objeto do estudo. Para Cooper e Schindler (2003) o método quantitativo tem a intenção de garantir a precisão dos resultados, evitando distorções de análise e interpretação. Os mesmos autores destacam que a obtenção dos dados ou a garimpagem de dados envolve um processo de cinco etapas: Amostra – decidir entre censo e dados de amostra; Exploração – identificar relações dentro dos dados; Modificação – modificar ou transformar os dados; Modelo – desenvolver um modelo que explique as relações de dados e a Avaliação – testar a acuidade do modelo.

Com isso, segundo Gruzczynski (2009), a utilização de métodos quantitativos é frequente em pesquisas sobre contabilidade moderna, o que justifica sua importância como método de pesquisa. Para o autor este fato pode ser facilmente constatado, por exemplo, em periódicos como o *“Journal of Accounting Research”*, *“European Accounting Review”* e *“Review of Quantitative Finance and Accounting”*.

3.1. Definição da População, Amostra, Coleta e Tratamento dos Dados

A amostra é composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo no ano de 2012 e que apresentaram liquidez anual superior a 1%. A escolha desta faixa de corte para a definição da amostra, em vez da coleta de todas as companhias abertas, se deve ao fato de que as empresa com liquidez muito baixa possuem uma probabilidade menor de ter suas cotações adequadas ao valor de mercado. Após a aplicação do critério de corte, a amostra foi composta por 180 empresas no ano de 2012 e, considerando as empresas que não possuíam dados consistentes ou completos, procedeu-se a exclusão das respectivas companhias, obtendo-se uma amostra composta por 152 empresas. A coleta de dados ocorreu de forma secundária junto ao banco de dados da Economática® e por meio do site da BM&FBovespa. Consideram-se as informações sobre o perfil do conselho de

administração os dados obtidos no Formulário de Referência divulgado no site da bolsa da BM&FBovespa. As informações financeiras que compõem os dados necessários para a definição das variáveis independentes e de controle (Q de Tobin, ROA - rentabilidade sobre o ativo, Ativo Total, Beta e Volatilidade) foram obtidas junto ao banco de dados da Economática®.

Para o tratamento dos dados e análises estatísticas de regressão linear multivariável foi utilizado o software EViews 7 e, através dele, foi possível identificar o modelo de regressão linear conforme o objetivo proposto no estudo. Nesse sentido, adota-se para a interpretação dos resultados o nível de significância α de 10%, ou seja, aceita-se a hipótese em que a correlação significativa bilateral ocorrer até o nível de 0,010. Por fim, para a validação do modelo também foi realizado o teste de “*Heteroskedasticity Test: White*”, isto é, utiliza-se no teste de homocedasticidade o nível de significância de 5% ($\alpha = 0,05$). Desse modo, quando o *p-value* de um teste de hipótese for menor que o valor escolhido de α , rejeitamos a hipótese nula, validando nosso modelo, pois os resultados foram estatisticamente significativos. Gujarati e Porter (2011, p.135)

3.2. Definição Teórica e Operacional das Variáveis

Este estudo tem por objetivo investigar se o perfil do conselho de administração das empresas influencia o desempenho econômico e o valor das companhias abertas listadas negociadas na BM&FBovespa. O valor da companhia e a sua rentabilidade sobre o ativo atuam como variáveis dependentes, enquanto que as características de perfil do conselho de administração atuam como variáveis independentes. Cabe destacar que a escolha destas variáveis teve como base os estudos de Jensen (1993), Chung e Pruitt (1994), Yermack (1996), Yermack (2004), Yermack (2006), Peterson e Peterson (1996), Bhagat e Black (1999), Bhagat e Black (2000), Fama e Barros (2000), Young e O'byrne (2001), Silveira, Barros e Fama (2003), Silveira (2004), Kammler e Alves (2009), Gondrige, Clemente e Espejo (2012), Ahmed e Duellman (2007), Francis e Martin (2010), LaFond e Roychowdhury (2008), Gillan, Hartzell e Parrino (2009), Hermalin e Weisbach (2003), Adams, Hermalin e Weisbach (2010), Gillan (2006), Bushman e Smith (2001), Armstrong, Guay e Weber (2010), e outros.

3.2.1. Definição Teórica e Operacional das Variáveis Dependentes

Este estudo concentra-se na possível relação entre o perfil do conselho de administração e as variáveis dependentes de valor e desempenho das empresas brasileiras. A variável dependente de valor utilizada foi o Q de Tobin, amplamente utilizada em diversos estudos de governança como Fama e Barros (2000), Jensen (1993), Saito e Silveira (2008) dentre outros. De acordo com Kammler e Alves (2009) o “q” de Tobin surgiu de uma teoria monetária numa abordagem de equilíbrio geral e, nesta pesquisa será utilizado de forma adaptada para as empresas brasileiras, tendo por base a aproximação simplificada proposta por Chung e Pruitt (1994, p. 72) e discutido por Fama e Barros (2000) conforme destacado a seguir.

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMON + VMPN + D}{AT}$$

- ✓ VMON= valor de mercado das ações ordinárias;
- ✓ VMPN= valor de mercado das ações preferenciais;
- ✓ D= valor contábil do exigível total, sendo igual ao passivo circulante menos o ativo circulante mais os exigíveis em longo prazo mais os estoques;
- ✓ AT= ativo total da empresa

Na avaliação do desempenho foi utilizado como variável dependente a rentabilidade sobre o ativo-ROA. Conforme Peterson e Peterson (1996) e Young e O'byrne (2001) esta

variável é uma medida tradicional de desempenho, apresentando como vantagem a extração dos dados via demonstrações contábeis disponíveis em relatórios financeiros publicados.

3.2.2. Definição Teórica e Operacional das Variáveis Independentes

As variáveis independentes de perfil do conselho de administração foram selecionadas a partir de correntes teóricas de estudos empíricos e questões de acessibilidade operacional conforme a seguir:

- **Independência do Conselho de Administração:** A independência do conselho foi representada pela razão entre a diferença de não executivos (externos) e executivos (internos) com o tamanho do conselho:

$$\text{Indep} = \frac{\text{EXT} - \text{INT}}{\text{Tamanho CA}}$$

- ✓ Indep = Nível de independência do conselho de administração;
- ✓ Tamanho CA = Total de membros do conselho de administração;
- ✓ Ext = número de membros que não exercem função de executivos;
- ✓ Int = número de membros que exercem função de executivos.
- **CeoPowerfull:** A segregação da função do diretor executivo ocupando o cargo de presidente do conselho de administração da empresa é representada por uma variável binária ou *dummy* em que:
 - ✓ CeoPowerful = 1, se o executivo principal ocupar também o cargo de presidente do CA.
 - ✓ CeoPowerful = 0, se o cargo de presidente do conselho não for ocupado pelo executivo principal.
- **Tamanho CA:** É uma variável representada pelo número total de membros que compõe o conselho de administração das empresas selecionadas na amostra.
- **Idade do presidente do CA:** É uma variável de perfil do conselho de administração que procurou identificar uma possível relação entre a experiência do presidente com o desempenho e o valor da empresa.
- **Frequência das Reuniões do CA:** É uma variável que apresenta o número total de vezes que o conselho de administração se reuniu no ano de 2012, que pode contribuir para avaliar a efetividade do conselho.
- **Remuneração Mínima, Máxima e Média do CA:** Estas variáveis podem explicar que a qualidade do conselho pode estar justificada com base na remuneração dos conselheiros.

3.2.3. Definição Teórica e Operacional das Variáveis de Controle

Além das variáveis dependentes e independentes, foram utilizadas variáveis de controle no modelo por exercerem algum nível de influência sobre as variáveis mencionadas anteriormente. Com isso, as variáveis de controle utilizadas neste estudo foram o Ativo Total (logaritmo natural do valor do ativo com base no banco de dados da Economática®), Beta e Volatilidade (também obtidas junto ao banco de dados da Economática®).

Por fim, a validade das inferências dependerá da qualidade estatística dos modelos adotados, o qual será avaliado pela aderência aos pressupostos de um modelo de regressão linear multivariável. Nesse sentido, o quadro 1 apresenta o resumo das variáveis estudadas, identificando a nomenclatura utilizada nos modelos.

Quadro 1 – Resumo da Variáveis Estudadas

Variáveis Dependentes		Variáveis Independentes		Variáveis de Controle	
Q de Tobin	D1	Independência do CA	I 1	Ativo Total	C1
ROA	D2	CeoPowerfull	I 2	Beta	C2
		Tamanho CA	I 3	Volatilidade	C3
		Idade do presidente do CA	I 4		
		Frequência das Reuniões do CA	I 5		
		Remuneração Mínima do CA	I 6		
		Remuneração Máxima do CA	I 7		
		Remuneração Média do CA	I 8		

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3. Definição do Modelo

Considerando que o presente estudo tem como objetivo avaliar a possível relação entre o perfil do conselho de administração com o desempenho econômico e o valor das companhias de capital aberto negociadas na BM&FBovespa, foi estimado dois modelos econométricos, ou seja, o primeiro modelo procura investigar a influência das variáveis

independentes e de controle sobre o valor das empresas, enquanto que o segundo busca uma relação com o desempenho econômico das companhias conforme a seguir:

1º Modelo - valor das companhias

$$D1 = \beta_0 + \beta_1(I 1) + \beta_2(I 2) + \beta_3(I 3) + \beta_4(I 4) + \beta_5(I 5) + \beta_6(I 6) + \beta_7(I 7) + \beta_7(I 7) + \beta_8(I 8) + \beta_9(C 1) + \beta_{10}(C 2) + \beta_{11}(C 3)$$

2º Modelo - desempenho das companhias

$$D2 = \beta_0 + \beta_1(I 1) + \beta_2(I 2) + \beta_3(I 3) + \beta_4(I 4) + \beta_5(I 5) + \beta_6(I 6) + \beta_7(I 7) + \beta_7(I 7) + \beta_8(I 8) + \beta_9(C 1) + \beta_{10}(C 2) + \beta_{11}(C 3)$$

Com base nos modelos propostos podemos identificar as hipóteses relacionadas aos objetivos da pesquisa. Relacionam-se, a seguir, as hipóteses propostas no trabalho:

- ✓ H0 (hipótese nula): Não existe relação entre as variáveis independentes e de controle com a variável de valor ou desempenho das companhias.
- ✓ H1 (hipótese alternativa): Existe relação entre as variáveis independentes e de controle com a variável de valor ou desempenho das companhias.

4. Apresentação e Análise dos Dados

Nesta parte do estudo, todo o esforço que se fará a seguir tem como objetivo responder a questão de pesquisa, sendo necessário identificar a possível influência do perfil do conselho de administração no desempenho econômico e no valor das empresas, contrastando os resultados obtidos com os pressupostos teóricos propostos no estudo.

4.1. Análise Descritiva do Perfil do Conselho de Administração

As variáveis estudadas serão utilizadas no sentido de verificar a influência do perfil do conselho de administração no desempenho e no valor das companhias abertas do Brasil no ano de 2012. Com isso, as informações relativas às variáveis estudadas estão resumidas nas tabelas a seguir.

Tabela 1 – Estatística Descritiva do Perfil do Conselho de Administração no ano de 2012

	D1	D2	I1	I2	I3	I4	I5	I6	I7	I8	C1	C2	C3
Mínimo	0,50	-180,60	0,33	0,00	2,00	36,00	0,00				5,44	-0,97	20,30
Máximo	9,20	26,80	1,00	1,00	15,00	86,00	63,00	1.174.610,70	10.338.743,02	2.098.993,54	8,83	2,24	85,20
Média	1,84	2,69	0,81	0,11	7,91	60,56	12,34	157.363,89	630.353,92	289.197,79	6,74	0,75	36,15
D. Padrão	1,49	16,91	0,23	0,31	2,47	10,99	7,50	165.886,06	1.321.099,78	346.556,28	0,60	0,58	12,34

Fonte: Elaborado pelo autor

Os resultados da tabela 1 sintetizam as informações de todas as companhias que compõem a amostra deste estudo. Observa-se, em média, que 81% dos conselheiros não desempenham atividades executivas na organização, corroborando com as boas práticas de governança que sugerem um conselho mais independente. Outro resultado importante, considerando a amostra estudada no ano de 2012, é de que muito poucas empresas apresentam o presidente do conselho de administração ocupando também o cargo de executivo principal (CeoPowerful). Estes resultados são semelhantes aos estudados por Gondrige e Clemente (2012) quando analisaram a relação entre o conselho de administração e o valor das companhias, sobre o enfoque de avaliar o nível de aderência as recomendações do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), em uma amostra composta por 208 empresas brasileiras listadas na bolsa.

Quanto ao tamanho dos conselhos de administração, a tabela 1 apresenta uma média de 7,91 membros e, segundo Jensen (1993, p. 44) conselhos pequenos podem ajudar a melhorar o desempenho da companhia, porém, conselhos compostos de sete a oito membros são menos propensos a funcionar de forma eficaz e mais fáceis de serem controlados pelo CEO. Para o autor, um fator importante para a companhia é que o presidente do conselho de administração não ocupe o cargo de CEO, tendo em vista que o conselho é responsável por monitorar as atividades do CEO, não sendo possível executar esta função em função do interesse pessoal quando ocorre a acumulação de cargos. Ainda segundo Jensen (1993, p. 44)

os conselhos maiores dificultam a organização de reuniões e a obtenção de um consenso, tornando-os menos eficientes e mais lentos na tomada de decisão, mas dificultando a influência do CEO sobre o conselho de administração. Nesse sentido, com base nas afirmações do autor podemos justificar que o tamanho do conselho pode não representar uma medida importante para avaliar o desempenho das empresas e sim o perfil e as características dos conselheiros que compõem cada conselho de administração das empresas.

Em vista disso, as variáveis idade do presidente do conselho de administração, frequência das reuniões do conselho de administração e remuneração dos conselheiros são importantes para avaliar o perfil e as características dos conselheiros. Observa-se que a idade média do presidente do conselho de administração é de aproximadamente 60 anos, o que pode justificar que a experiência profissional na ocupação deste cargo seja um fator importante que influencie o desempenho e o valor da companhia.

A frequência das reuniões dos conselhos apresenta uma média de 12,34 reuniões por ano, ocorrendo casos em que não ocorreram reuniões do conselho no ano de 2012. A eficiência do conselho pode estar relacionada com o desempenho e o valor das companhias, pois podemos encontrar conselhos que atendam o critério tamanho, em termos práticas de governança corporativa, mas não desempenham a sua verdadeira função. Com o mesmo objetivo procurou-se observar as remunerações mínimas, médias e máximas dos conselheiros, mas conforme a tabela 1, as variações foram muito altas tendo em vista que muitas empresas ainda não fornecem esta informação por motivos judiciais.

4.2. Análise de Correlação das Variáveis Estudadas

Os resultados obtidos na análise de correlação e na regressão linear do primeiro modelo, onde se procurou identificar uma possível relação entre as variáveis independentes e o valor das companhias, observamos que o modelo não apresentou significância e, portanto, foi desconsiderado. Nesse sentido, apresentamos a seguir a matriz de correlação do segundo modelo que procurou investigar a relação das variáveis independentes com o desempenho das empresas, pois foi nesta situação que encontramos significância estatística.

O primeiro passo para a análise de regressão foi realizar uma análise prévia da correlação significativa, com finalidade de evitar a multicolinearidade entre as variáveis independentes. A matriz de correlação apresentada na tabela 2 não demonstra correlação entre as variáveis independentes, apresentando uma maior correlação entre o grau de independência do conselho (I1) e segregação entre diretor executivo e presidente do conselho (I2), mas esta inferior a 0,60, não apresentando problemas de multicolinearidade. Entretanto esta correlação é alta e negativa (-0,49), corroborando a hipótese de que um conselho independente tende a indicar como seu presidente um membro que não seja o diretor executivo da companhia, o que atende às recomendações de boas práticas de Governança Corporativa, principalmente no que se refere a minimização do conflito de agência entre acionistas (minoritários e majoritários) e o diretor executivo da companhia.

Tabela 2 – Matriz de Correlação das Variáveis Estudadas no 2º Modelo

	D2	C1	C2	C3	I1	I2	I3	I4	I5	I6	I7	I8
D2	1,000											
C1	-0,146	1,000										
C2	-0,380	0,126	1,000									
C3	-0,511	0,057	0,514	1,000								
I1	-0,212	0,000	0,076	0,142	1,000							
I2	-0,033	0,011	-0,010	-0,077	-0,491	1,000						
I3	-0,087	0,492	0,041	0,103	0,214	-0,140	1,000					
I4	0,202	-0,003	-0,029	-0,165	0,121	-0,184	-0,054	1,000				
I5	-0,160	0,156	-0,081	0,060	0,164	0,068	0,216	-0,053	1,000			
I6	0,072	-0,020	0,015	-0,062	-0,056	-0,048	-0,005	0,064	-0,171	1,000		

I7	0,132	0,102	-0,141	-0,129	-0,017	0,034	-0,002	0,122	-0,060	0,319	1,000	
I8	0,088	0,036	-0,067	-0,090	-0,107	0,131	-0,034	0,095	-0,130	0,670	0,809	1,000

Fonte: Elaborado pelo Autor

Quanto às variáveis independentes do perfil do conselho de administração que avaliam a remuneração dos conselheiros, optou-se pela variável remuneração máxima (I7), escolhida entre as remunerações máxima, média e mínima por apresentar uma correlação maior com a variável dependente. A variável independente tamanho do conselho (I3) não demonstrou grande correlação com o desempenho das empresas (D2). Observa-se que quanto maior a independência do conselho (I1), menor a probabilidade de cargos unificados entre diretor executivo e presidente do conselho (I2), justificando que um conselho independente tende a indicar como seu presidente um membro que não seja o diretor executivo da companhia. Este fato confirma o posicionamento de Jensen (1993) que argumenta a importância de uma companhia não apresentar uma acumulação de cargos, ou seja, o presidente do conselho de administração não deve ocupar o cargo de diretor executivo.

É importante destacar ainda a ocorrência de uma maior probabilidade de empresas maiores, ou seja, com ativos maiores, manterem conselhos de administração mais numerosos. Quanto mais elevado o grau de independência, e maior a frequência de reuniões do conselho de administração, o modelo demonstra uma tendência de estas empresas apresentarem menor desempenho. Por outro lado, na medida em que observamos uma maior experiência do presidente do conselho, confirma-se a tendência de um melhor desempenho das empresas, corroborando que o perfil do conselheiro em termos de experiência profissional é uma variável que melhor explica o desempenho das companhias.

4.3. Análise de Regressão Linear Múltipla

Para identificar se o perfil do conselho de administração afeta o desempenho das empresas foi aplicado a técnica de regressão linear múltipla com 152 empresas brasileiras no ano de 2012, conforme justificado na definição da amostra deste estudo. O modelo de regressão que procurou identificar a relação entre o valor das companhias, através do Q de Tobin, e as variáveis independentes demonstrou que os nossos dados não são estatisticamente significativos, sendo desconsiderado o primeiro modelo proposto no estudo.

Entretanto, quando realizamos o mesmo processo entre o desempenho da empresa, através da variável dependente (D2) – ROA, com relação às variáveis independentes e de controle, observamos que os nossos resultados foram estatisticamente significativos conforme demonstrado na tabela 3 e na tabela 4. Segundo Gujarati e Porter (2012) a análise regressão linear múltipla é uma técnica estatística que procura examinar a relação entre uma única variável dependente, ou regressando, e um conjunto de variáveis explanatórias, ou regressores.

O modelo de regressão linear múltipla foi estimado com todas as variáveis independentes e de controle estudadas pelo procedimento de mínimos quadrados ordinários. Também foram avaliadas as hipóteses de um modelo de regressão linear, destacando-se o teste de homocedasticidade apresentado na tabela 4. Nesse sentido, a partir da análise de regressão e da validação do modelo, foi possível identificar a equação que evidencia as variáveis que apresentam significância estatística conforme apresentado na tabela 3.

Tabela 3 – Resultado da Regressão – Desempenho das Companhias

$D2 = 7,171 - 6,178 \cdot C2^{***} - 4,324 \cdot I1^* + 0,115 \cdot I4^{**} - 0,161 \cdot I5^{**}$	
Adjusted R-squared	0.240703

*** Correlação significativa ao nível de 0,01 (bilateral)

** Correlação significativa ao nível de 0,05 (bilateral)

* Correlação significativa ao nível de 0,10 (bilateral)

Quanto ao modelo de regressão linear múltipla demonstrado anteriormente, fica evidenciado que as variáveis significativas no modelo são a idade do presidente do conselho de administração, o grau de independência do conselho, a frequência das reuniões do conselho e o beta. Dessa forma, podemos identificar, através do resultado da regressão apresentado na tabela 3, como o perfil do conselho de administração influencia o desempenho das empresas.

Segundo Gujarati e Porter (2012), cabe destacar que a ocorrência de heterocedasticidade invalida o modelo regressão linear, sendo que este fato pode ocorrer por diferentes fatores como a omissão de variáveis importantes no modelo, a presença de dados discrepantes ou a ocorrência intrínseca de fenômenos econômicos específicos. Em vista disso, foi realizado o teste de *White*, conforme demonstrado a seguir, o qual tem por objetivo identificar se a variância dos erros ou efeitos não observáveis é igual a zero.

Tabela 4 – Teste de Homocedasticidade *White*

Heteroskedasticity Test: White		
F-statistic	0.723399	Prob. F(14,124)
		0.7475

Nesse sentido, conforme o teste de *White* apresentado na tabela 4 não se rejeita a hipótese de homocedasticidade, o que valida o modelo. Sob o nível de significância de 5%, não rejeitou-se a hipótese nula de homocedasticidade, tendo em vista que o *p-valor* estimado para o teste F foi de 74,7%. É importante destacar ainda que a rejeição da hipótese nula de homocedasticidade implica heterocedasticidade;

Considerando que o objetivo do estudo é identificar como o perfil do conselho de administração afeta o desempenho das empresas, podemos observar na tabela 3 que o R^2 ajustado é de 0.240703. O coeficiente de determinação R^2 ajustado, ou coeficiente de explicação é uma medida descritiva da qualidade de ajustamento do modelo de regressão múltipla. Nesse sentido, considerando o R^2 ajustado apresentado na tabela 3, podemos observar que no presente estudo 24,07% da variação da variável dependente é explicada pelas variáveis independentes.

O modelo de regressão linear múltipla definido na tabela 3 define a existência de uma correlação negativa entre o desempenho das empresas e as variáveis independência do conselho e frequência das reuniões. Estes resultados também podem ser observados em estudos como Yermack (1996), o qual sugere uma correlação negativa entre o tamanho do conselho de administração e a variável Q de Tobin, sendo que este resultado também é encontrado, porém com menor correlação, quando são analisadas as variáveis tamanho do conselho (dependente) e medidas de desempenho contábil (independentes). Bhagat e Black (1999) encontram evidências empíricas de baixo desempenho e independência do conselho, ou seja, o excesso de independência do conselho afeta negativamente o desempenho das empresas. Por outro lado, o estudo de Bhagat e Black (2000) analisam a relação entre independência do conselho e desempenho de longo prazo nas empresas, identificando que empresas com baixa lucratividade aumentam a independência dos seus conselhos, mas os autores não conseguem comprovar que conselhos de administração independentes melhoram o desempenho de suas empresas.

A variável que mede o risco da empresa, ou seja, a variável de controle beta apresenta correlação negativa com o desempenho da empresa. Este fato já era esperado, tendo em vista que à medida que o risco aumenta, aumenta também a probabilidade de desempenhos menores. A variável de controle foi incluída no modelo com o objetivo de isolar a sua influência sobre o relacionamento entre as variáveis estudadas (dependente e independentes), melhorando a assertividade do modelo.

Cabe destacar ainda que Eisengerg, Sundgren e Wells (1998) encontram correlação negativa entre o tamanho do conselho e a lucratividade de pequenas e médias empresas na Finlândia. Arosa et al. (2012) analisaram a eficiência do conselho de administração em 307 não listadas, isto é, pequenas e médias empresas espanholas que apresentavam entre 50 e 250

funcionários, onde o principal resultado encontrado é o impacto negativo da independência do conselho sobre desempenho das empresas.

Nesse sentido, observamos que as evidências do presente estudo, assim como as demais evidências empíricas mencionadas anteriormente, não confirmam que as boas práticas de governança corporativa influenciam positivamente o desempenho e o valor de mercado das companhias, pelo menos no que se refere à independência e tamanho do conselho de administração, evidenciando o oposto da sabedoria convencional. Este fato não justifica que a governança corporativa pode contribuir para minimizar os efeitos dos conflitos de agência conforme a teoria propõe, uma vez que a governança corporativa tem por objetivo reduzir ou eliminar os conflitos de interesses, alinhando os objetivos da corporação diante dos diferentes problemas, tendo como resultado as melhores decisões.

Entretanto, os estudos de Andrade et al (2009) e Gondrige e Clemente (2012) encontram correlação positiva entre o tamanho do conselho e o valor de mercado das companhias. Com isso, observa-se que vários estudos têm sido realizados com o objetivo de investigar a composição do conselho e o desempenho das empresas, mas os resultados encontrados nem sempre são os mesmos na maioria dos estudos. É importante destacar que o estudo de Gondrige e Clemente (2012) avaliam a relação sobre o enfoque do nível de aderência as recomendações do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), em uma amostra composta por 208 empresas brasileiras listadas na bolsa.

Por fim, o principal resultado encontrado no modelo de regressão linear múltipla apresentado na tabela 3 é a ocorrência de uma correlação positiva entre a variável dependente (retorno sobre o ativo) e a variável independente (idade do presidente do conselho de administração). Observa-se que uma maior experiência profissional do presidente do conselho influencia positivamente o desempenho das empresas, proporcionando evidências de que o perfil e as características dos conselheiros podem melhor explicar os efeitos positivos em termos de resultados econômicos.

5. Considerações Finais

O objetivo principal deste estudo foi avaliar como o perfil do conselho de administração influencia o desempenho econômico e o valor das companhias abertas no Brasil. Considerando todas as análises realizadas foi possível identificar que os resultados estatisticamente significativos ocorreram com as variáveis idade do presidente do conselho de administração, o grau de independência do conselho, a frequência das reuniões do conselho e o beta. O estudo permitiu identificar que apenas o segundo modelo proposto apresentou significância estatística no sentido de identificar uma correlação entre as variáveis independentes e o desempenho das companhias.

A variável idade do presidente do conselho de administração apresentou relação positiva e significância estatística com a variável retorno sobre o ativo, justificando que a experiência do presidente do conselho contribui para um melhor desempenho da empresa. Este fato pode esclarecer que o perfil dos conselheiros tem a tendência de melhor explicar o desempenho das companhias. Por outro lado as variáveis independência do conselho e frequência das reuniões apresentaram correlação negativa com o desempenho, ou seja, a redução no desempenho pode ser explicada por maior independência do conselho e maior frequência de reuniões. Ressalvando as diferenças metodológicas, estes resultados também podem ser encontrados em outros estudos como Bhagat e Black (1999), Bhagat e Black (2000), Eisengerg, Sundgren e Wells (1998), Arosa et al. (2012), dentre outros.

É importante que os principais resultados não apresentam evidências definitivamente conclusivas, tendo em vista que os resultados foram desenvolvidos em um espaço temporal relativamente pequeno. As limitações metodológicas e a falta de dados em algumas empresas pode contribuir para a não significância estatística de algumas variáveis.

Apesar disso, considerando que o conselho de administração é o principal mecanismo interno de governança corporativa, o estudo contribuiu para a produção de evidências que justifiquem pesquisas direcionadas a investigar o perfil e as características dos conselheiros que compõem cada conselho de administração. É necessário visualizar o conselho, visualizar a forma como o conselho é estruturado, assim como o perfil e as características de cada membro que compõe o conselho de administração.

Por fim, como proposta para estudos futuros, sugere-se a utilização de dados em painéis com o objetivo de ampliar o espaço amostral, ou seja, a ampliação do período de análise. A utilização de outras variáveis também pode ampliar os resultados empíricos, principalmente se investigarmos o perfil e as principais características de cada membro do conselho de administração das empresas.

Referências

- ADAMS, Reneé B.; HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. **The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey.** *Journal of Economic Literature*, v. 48, p. 58–107, 2010.
- AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. **Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders.** *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 31, n. 3, p. 377-397, set. 1996.
- AHMED, A.S.; DUELLMAN, S. **Accounting conservatism and board of director characteristics: an empirical analysis.** *Journal of Accounting and Economics*, V. 43, p. 411–437, 2007.
- ANDERSON, K. L.; DELI, D. N.; GILLAN, S.L. **Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings.** Working Paper. Arizona State University, 2005.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P. **Governança corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo: Atlas, 2006.
- ANDRADE, Lélis Pedro de; SALAZAR, German Torres; CALEGÁRIO, Cristina Lélis Leal; SILVA, Sabrina Soares. **Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras.** *Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.
- ARMSTRONG, Christopher S.; GUAY, Wayne R.; WEBER, Joseph P. **The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting.** *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, p. 179-234, 2010.
- AROSA, Blanca; ITURRALDE, Txomin; MASEDA, Amaia. **The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain.** *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* (2012), <http://dx.doi.org/10.1016/j.iedee.2012.05.004>
- BALIGA, B.R.; MOYER, R.C.; RAO, R.S. CEO duality and firm performance: what's the fuss? *Strategic Management Journal* 17, 41–53, 1996.
- BECHT, M., BOLTON, P., & RÖELL, A. (2002). **Corporate governance and control.** Retrieved from http://ssrn.com/abstract_id=343461
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A Moderna Sociedade Anônimo e a Propriedade Privada.** São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda, 1987, 2ª ed.
- BHAGAT, Sanjai, BLACK, Bernard. **The uncertain relationship between board composition and firm performance.** *Business Lawyer*, v. 54, p. 921-63, 1999.

- BHAGAT, Sanjai, BLACK, Bernard. **Board Independence and Long-term firm performance**. Business Lawyer, 2000.
- BRICKLEY, J.A.; COLES, J.L.; JARRELL, G. **Leadership structure: separating the CEO and Chairman of the board**. Journal of Corporate Finance 3 (3), 189–220, 1997
- BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. **Financial accounting information and corporate governance**. Journal of Accounting and Economics, v. 32, p. 237-333, 2001.
- CHANG, K. H; PRUITT, S. W. **A simple approximation of Tobin's q**. Financial Management, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. **The Transformation of US Corporate Boards: 1997–2003**. Working Paper. Cornell University, 2005a
- CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. **Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules**. Working Paper. Cornell University, 2005b
- COASE, Ronald. **The Nature of the Firm**. Economica, Niterói, p. 386-405, 1937.
- COLES, Jeffrey L.; DANIEL, Naveen D.; NAVEEN, Lalitha. **Boards: does one size fit all?** Journal of Financial Economics, v. 87, n. 2, p. 329–356, 2008.
- CONSTANTINIDES, George M.; HARRIS, Milton; STULZ René M. **Handbook of the Economics of Finance. V 1A – Corporate Finance**. Elsevier, 604 p., 1ª ed., 2003.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. (2003) **Métodos de Pesquisa em Administração**, 7ª. Ed. Porto Alegre: Bookman.
- DUCHIN, R.; MATSUSAKA, J. G.; OZBAS, O. **When are outside directors effective?** Journal of Financial Economics, v. 96, p. 195–214, 2008.
- DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. **Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras**. Revista de Administração Contemporânea, v. 6, n. 2, p. 9-27, mai./ago. 2002.
- EISENBERG, Theodore; SUNDGREN, Stefan; WELLS, Martin T. **Larger board size and decreasing firm value in small firms**. Journal of Financial Economics, v. 48, n. 1, p. 35-54, 1998.
- FAMA, E. **Agency Problems and the Theory of the Firm**. Journal of Political Economy, Chicago, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E.; JENSEN, M. **Separation of Ownership and Control**. Journal of Law and Economics, Chicago, p. 301-326, 1983.
- FAMA, R; BARROS, L. B. C. **Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais**. Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.
- FRANCIS, J. R.; MARTIN, X. **Acquisition profitability and timely loss recognition**. Journal of Accounting and Economics, v. 49, p. 161–178, 2010.
- GILLAN, Stuart L. ; HARTZELL, J. C. ; PARRINO, R. **Explicit versus. implicit contracts: evidence from CEO employment agreements**. Journal of Finance, v. 64, p. 1629–1655, 2009.
- GILLAN, Stuart L. **Recent Developments in Corporate Governance: An Overview**. Journal of Corporate Finance, v. 12, p. 381-402, 2006.
- GONDRIGE, Enalto de Oliveira; CLEMENTE, Ademir; ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolucci. **Estrutura do Conselho de Administração e Valor das Companhias**

- Brasileiras**, BBR - Brazilian Business Review, Vitória, v. 9, n. 3, Art. 4, p. 72-95, jul-set 2012.
- GOYAL, V.K., PARK, C.W. **Board leadership structure and CEO turnover**. Journal of Corporate Finance 8, 49–66, 2002.
- Gruzsczynski, M. (2009) Quantitative methods in accounting research. Department of Applied Econometrics Working Paper no. 6-09, 2009. Warsaw School of Economics. <http://www.sgh.waw.pl/instytuty/zes/wp>.
- GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. Porto Alegre: Bookman, 2012.
- HART, Oliver. **Corporate governance: some theory and implications**. The Economic Journal, v. 105(430), p. 678-689, May 1995.
- HERMALIN, B.; WEISBACH, M. **Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature**. Economic Policy Review, v. 9, p. 7–26, 2003.
- IBGC, I. B. de G. C. **Código de melhores práticas de governança corporativa** (4th ed., pp. 1–74). São Paulo: IBGC, 2009.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William. **Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. The Journal of Financial Economics, Bingley, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, Michael. **The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems**. Journal of Finance, v. 48, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William. **The nature of man**. Journal of Applied Corporate Finance, Amsterdam, p. 4-19, 1994.
- KAMMLER, Edson Luis; ALVES, Tiago Wickstrom. **Análise da Capacidade Explicativa do Investimento pelo “q” de Tobin em Empresas Brasileira de Capital Aberto**. RAE-Eletrônica, v.8, n.2, Art.12, jul/dez 2009.
- LAFOND, R.; ROYCHOWDHURY, S. **Managerial ownership and accounting conservatism**. Journal of Accounting Research, v. 46, p. 101–135, 2008.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. **Law and Finance**. The Journal of Political Economy, New York, v. 106, p. 1113-1155, 1998.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. **Corporate ownership around the world**. Journal of Financial, New York, v. 54, 1999.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. **Investor protection and corporate finance**. Journal of Financial Economics, v. 54, p. 471-517, Oct. 2000.
- Lei Sarbanes-Oxley**. Public Law 107 – 204. 116 STAT. 745. 107th Congress. 13 AUTHENTICATED U.S. GOVERNMENT INFORMATION – GPO. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-107publ204/html/PLAW-107publ204.htm>
- Lei 8.880**. Programa de Estabilização Econômica e o Sistema Monetário Nacional. Publicada em 27 de maio de 1994. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8880.htm
- NORTH, Douglass C. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. Cambridge: Cambridge University, 1990.

PETERSON, Pamela P.; PETERSON, David R. **Performance de empresas e medidas de valor adicionado**. Virginia: Fundação de Pesquisa do Instituto de Analistas Financeiros Certificados, 1996.

ROSENSTEIN, S.; WYATT, J.G. **Outside directors, board independence and shareholder wealth**. Journal of Financial Economics 26, 175–191, 1990.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade**. RAE - Revista de Administração de Empresas - FGV, São Paulo, vol. 48, n. 2, abr-jun 2008. p. 79-86.

SHLEIFER, Andrei.; VISHNY, Robert W. **A survey of corporate governance**. The Journal of Finance, Berkeley, v. 52(2), p. 737–783, Jun. 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. **Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras**. Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho da Empresas no Brasil**. Tese de Doutorado, São Paulo, FEA/USP, 2004.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 397 p., 1ª ed., 2010

TIROLE, J. **The theory of corporate finance**, Princeton University Press, 644 p., 2006.

WILLIAMSON, Oliver. **Transaction cost Economics: the governance of contractual relations**. The Journal of Law and Economics, Chicago, p. 233-261, 1979.

YERMACK, David. **Higher market valuation of companies with a small board of directors**. Journal of Financial Economics, v. 40, n.3, p. 185-213, 1996.

YERMACK, David. **Remuneration, Retention, and Reputation Incentives for Outside Directors**. Journal of Finance, v. 59, n.5 p. 2281–2308, 2004,

YERMACK, David. **Board Members and Company Value**. Financial Markets and Portfolio Management, v. 20, n. 1, p. 33–47, 2006.

YOUNG, David S.; O'BYRNE, Stephen F. **EVA® and Value-Based-Management**. [S.I.]: McGraw Hill, 2001.

ZHAO, Y.; CHEN, K.H. **Staggered boards and earnings management**. The Accounting Review, v. 83, p. 1347–1381, 2008.