

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
ESTRUTURA DOS CONSELHOS DE  
ADMINISTRAÇÃO E SUA RELAÇÃO COM  
O VALOR DE MERCADO E COM O  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS  
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**LÉLIS PEDRO DE ANDRADE**

**2008**

LÉLIS PEDRO DE ANDRADE

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
ESTRUTURA DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO  
E SUA RELAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO E COM O  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS  
DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras como parte das exigências do Curso de Mestrado em Administração, área de concentração em Organizações, Estratégias e Gestão, para a obtenção do título de “Mestre”.

Orientador  
Prof. Dr. German Torres Salazar

**LAVRAS  
MINAS GERAIS – BRASIL  
2008**

**Ficha Catalográfica Preparada pela Divisão de Processos Técnicos da  
Biblioteca Central da UFLA**

Andrade, Lélis Pedro de.

Governança corporativa: estrutura dos conselhos de administração e sua relação com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto / Lélis Pedro de Andrade. -- Lavras : UFLA, 2008.

98 p. : il.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Lavras, 2008.

Orientador: German Torres Salazar.

Bibliografia.

1. Governança corporativa. 2. Conselho de administração. 3. Valor de mercado. 4. Desempenho. 5. Regressões múltiplas hierárquicas. I. Universidade Federal de Lavras. II. Título.

CDD – 658.15  
338.6041

LÉLIS PEDRO DE ANDRADE

**GOVERNANÇA CORPORATIVA:  
ESTRUTURA DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO  
E SUA RELAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO E COM O  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS  
DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada à Universidade Federal de Lavras como parte das exigências do Curso de Mestrado em Administração, área de concentração em Organizações, Estratégias e Gestão, para a obtenção do título de “Mestre”.

APROVADA em 18 de janeiro de 2008.

Prof. Dr. Charles Ulisses de Montreuil Carmona UFPE

Profa.Dra. Cristina Lélis Leal Calegário UFLA

Prof. Dr. German Torres Salazar  
UFLA  
(Orientador)

**LAVRAS  
MINAS GERAIS – BRASIL**

## **DEDICATÓRIA**

*Aos meus pais, Hélio e Maria,  
Pelo apoio, carinho e entusiasmo;  
e também às minhas irmãs, Lélia e Lília.*

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente a Deus, pela oportunidade de poder vencer mais essa etapa.

Ao meu orientador e amigo, Prof. German Torres Salazar, pelos ensinamentos e pela oportunidade de ter sido orientado, além de aluno e de ter sido monitor em disciplinas de graduação e de pós-graduação.

A minha co-orientadora, Prof. Cristina Lelis Leal Calegario, pelos enriquecedores conselhos, contribuições e constante incentivo.

Ao Prof. Charles Ulisses Montreuil Carmona, por participar da banca de avaliação desta dissertação e pelas valiosas contribuições a este trabalho.

Aos Professores Luiz Gonzaga, José Carlos, Luíz Eurico e à Professora Rosa Teresa, pelos ensinamentos e contribuições. E também a todos os professores do Departamento de Administração e Economia da UFLA.

Aos Professores Luiz Marcelo e Ricardo Sette, em nome dos quais estendo os agradecimentos a equipe de coordenação e toda a comunidade do curso de administração à distância, a qual tive a satisfação de fazer parte.

A todos os funcionários do Departamento de Administração e Economia, em especial à Jaqueline, Evandro, Ana Lúcia e Eveline, pelo apoio e confiança.

A todos os meus amigos de turma do mestrado, pelo companheirismo; à Luci, Denise e Sabrina, pelas contribuições, apoio e amizade.

Por fim, a todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para realização desta dissertação.

## SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS.....	i
LISTA DE TABELAS.....	ii
LISTA DE FIGURAS E DE QUADROS.....	iii
RESUMO .....	iv
ABSTRACT .....	v
1 INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Problema de pesquisa .....	3
1.2 Justificativa da pesquisa .....	4
2 OBJETIVOS.....	6
2.1 Objetivo geral .....	6
2.2 Objetivos específicos.....	6
3 REFERENCIAL TEÓRICO .....	7
3.1 Os conflitos de agência.....	8
3.1.1 Conflitos entre acionistas e administradores.....	8
3.1.2 Conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários .....	11
3.2 Governança corporativa.....	13
3.2.1 Código de governança corporativa .....	15
3.3 Sistemas de governança corporativa no Brasil .....	16
3.3.1 Panorama dos sistemas de governança corporativa no mundo .....	21
3.3.2 Características do sistema de governança corporativa no Brasil .....	21
3.4 Abordagem legal para a governança corporativa.....	28
3.5 Mecanismos de governança corporativa.....	29
3.5.1 Composição do conselho de administração .....	30
3.5.2 Estrutura de controle e propriedade.....	33
3.5.3 Qualidade da governança corporativa.....	36
3.6. Valor de mercado e desempenho .....	40
4 METODOLOGIA.....	44
4.1 Tipo de pesquisa .....	44
4.2 Modelo conceitual da pesquisa .....	45

4.3 População, amostragem e coleta de dados.....	47
4.4 Definição operacional das variáveis .....	54
4.4.1 Valor de mercado.....	54
4.4.2 Desempenho da empresa .....	55
4.4.3 Composição do conselho de administração .....	56
4.4.4 Características da empresa.....	58
4.5 Método empírico e tratamentos estatísticos.....	61
4.5.1 Modelo de Regressão Múltipla Hierárquica .....	62
4.5.2 Fundamentação par a escolha do modelo econométrico.....	64
4.5.3 Resumo descritivo das variáveis.....	69
5 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	70
5.1 Estatísticas descritivas do conselho de administração .....	71
5.2 Matriz de correlações.....	75
5.3 Regressões Múltiplas Hierárquicas.....	78
6 CONCLUSÕES .....	87
6.1 Considerações finais .....	90
7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	93



## LISTA DE ABREVIATURAS

BOVESPA	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Índice Brasileiro de Governança Corporativa
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
TOTCA	Total de membros do conselho de administração
INDEP	Percentual de independência dos conselheiros
DE	Diretor executivo da empresa
EXGAT	Endividamento total em relação ao ativo total
LNAT	Tamanho da empresa
CONTR	Percentual do controle de votos do acionista controlador
MGOP	Margem operacional
VM	Valor de mercado
DIVEXT	Sistema de Divulgação Externa da CVM

## LISTA DE TABELAS

	Pg
TABELA 1: Companhias de capital aberto e com ações negociadas na Bovespa.....	48
TABELA 2: Relação das companhias segundo o setor de atividade.....	50
TABELA 3: Origem do controle acionário das empresas .....	52
TABELA 4: Relação de empresas classificadas em um dos níveis de Governança Corporativa.....	53
TABELA 5: Sistemas de informação utilizados para a coleta de dados.....	54
TABELA 6: Resumo descritivo das variáveis .....	69
TABELA 7: Estatística descritiva das variáveis .....	71
TABELA 8: Estatística descritiva do conselho de administração – 2004...	72
TABELA 9: Estatística descritiva do conselho de administração – 2005 ..	72
TABELA 10: Estatística descritiva do conselho de administração – 2006 ..	72
TABELA 11: Estatística descritiva do conselho de administração presente na amostra total .....	73
TABELA 12: Relação de empresas com o mesmo Diretor Executivo ocupando o cargo de Diretor do Conselho de Administração .....	74
TABELA 13: Matriz de correlação .....	76
TABELA 14: Regressão Múltipla Hierárquica para o Valor de Mercado....	80
TABELA 15: Regressão Múltipla Hierárquica para o Desempenho .....	83

## LISTA DE FIGURAS E DE QUADROS

### FIGURAS

	Pg.
FIGURA 1: Mecanismos de Governança Corporativa e o problema de agência entre acionistas e gestores .....	18
FIGURA 2: Maximização do Valor da Empresa com a presença da Governança Corporativa.....	25
FIGURA 3: Importância do ambiente de proteção legal aos investidores .....	29
FIGURA 4: Modelo conceitual de pesquisa .....	46

### QUADROS

	Pg.
QUADRO 1 – Modelo de governança corporativa das companhias brasileiras .....	22

## RESUMO

ANDRADE, Lélis Pedro de. **Governança corporativa: estrutura dos conselhos de administração e sua relação com o valor de mercado e com o desempenho das companhias brasileiras de capital aberto.** 2008. 98p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, Minas Gerais. Brasil.

O conselho de administração, considerado como um mecanismo interno de governança corporativa, é responsável por monitorar as decisões dos administradores e, de forma a aumentar o valor de mercado da empresa, bem como otimizar o seu desempenho. No entanto, os denominados conflitos de agência surgem quando os interesses dos administradores não estão alinhados com os interesses dos proprietários. Para amenizar os eventuais conflitos, órgãos reguladores do mercado, como Bovespa e CVM, têm criado incentivos para que as empresas adotem novas práticas de governança corporativa. O objetivo deste trabalho foi identificar a relação entre a composição do conselho de administração, com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. O modelo de regressão múltipla hierárquica permitiu identificar não somente a relação das principais variáveis independentes selecionadas, mas, além disso, considerar os efeitos de outras características das empresas que também interferem no valor de mercado e desempenho. Como resultados, destaca-se que a composição do conselho de administração têm exercido mais influência no valor de mercado das companhias do que no desempenho delas. A quantidade total de conselheiros mostrou-se positivamente relacionada tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho. Constatou-se também que as características das empresas, como endividamento e o seu tamanho, quando interagem com as características do conselho de administração, sugerem que as recomendações do código de governança corporativa surtem efeitos diferentes nas empresas, conforme as suas características individuais.

## ABSTRACT

ANDRADE, Lélis Pedro de. **Corporate governance**: the structure of board of directors and its relation with the market of value and the performance of the brazilian companies. 2008. 98p. Dissertation (Máster in Administration) – Universidade Federal de Lavras, Lavras, Minas Gerais. Brazil.

The board of directors, is considered as an internal mechanism of corporate governance, it is responsible for checking the decisions of the administrators in order to increase the market of value of the company, as well as to outstanding of its performance. However, the called conflicts of agency appear when the interests of the administrators are not lined up with the interests of the owners. To minimize the eventual conflicts, regulating agencies of the market, as São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) and Brazilian Securities and Exchange Comission (CVM), have created incentives so that the companies adopt new practical of corporate governance. Thus, the objective of this work was to identify the relation between the composition of the board of directors, with the market of value and performance of the Brazilian companies of capital market. The hierarchic multiple regression model was used identify, not only the relation of the main independent variables selected, but, to consider the effect of other characteristics of the companies who also has influence in both the market of value and performance. As results, it can be distinguished that the composition of the administration board has exerted more influence in the value of market of the companies than in their performance. The total of board of directors showed positively related such as with the market of value as the performance. It was also evidenced that the characteristics of the companies, as indebtedness and its size, when they interact with the characteristics of the administration advice, suggest that the recommendations of the code of corporate governance produce different effect in the companies, following its individual characteristics.

## 1 INTRODUÇÃO

A abertura dos mercados, com a globalização e a formação de grandes blocos econômicos, proporciona um novo ambiente de mercado às companhias. E esse novo ambiente faz com que as companhias brasileiras realizem grande esforço em busca de se tornarem competitivas. Para isso, o acesso a novas fontes de financiamentos encontradas no mercado internacional torna-se um atrativo para estas empresas, que constantemente estão necessitando captar recursos para financiar seus projetos de investimentos a um custo mais baixo do que o que normalmente é encontrado no mercado nacional.

Em contrapartida, os grandes fundos nacionais ou internacionais que, na maioria das vezes, são os maiores investidores das empresas de capital aberto, estão exigindo novas práticas de gestão por parte dessas companhias. Isso porque os fundos estão demandando que as empresas apresentem melhores níveis de transparência nas informações e que possuam um conselho de administração ativo e independente, que proteja os seus interesses.

Além disso, em países com baixa pulverização acionária ou pouca dispersão do controle das ações, surge a necessidade de proteções legais dos acionistas, especificamente os minoritários. Estes, ao contrário dos fundos, não possuem representatividade significativa nas assembleias e muitas vezes são prejudicados por terem seus direitos desapropriados como resultado do possível conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

Para estimular as companhias a adotarem melhores práticas de gestão, a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) criou, em 2001, o Novo Mercado. Com níveis diferenciados de governança, a Bovespa expõe aos investidores e ao mercado a relação das empresas que se comprometem voluntariamente em atender às novas exigências previstas no código de governança corporativa. Nesse sentido, a presença de um conselho

administração independente e ativo, bem como a existência de uma câmara de arbitragem, pode ser considerada como mecanismos criados pela Bovespa em busca de garantir maior transparência nas informações e equidade dos direitos entre os acionistas majoritários e minoritários, bem como minimizar os possíveis conflitos decorrentes de interesses entre os diferentes *stakeholders*. Os níveis seguem uma seqüência crescente de comprometimento com as exigências dos códigos de governança corporativa. O último nível, conhecido como Novo Mercado, exige que as empresas se comprometam em emitir apenas ações com direito a voto (ordinárias), com o objetivo de amenizar os problemas oriundos dos mecanismos de controle acionário nas companhias. Diante disso, a estrutura de propriedade das empresas, assim como a composição do conselho de administração, é um dos principais determinantes das características de governança de uma empresa.

As práticas de governança corporativa podem também ser compreendidas como mecanismos que buscam a diminuição dos conflitos de agência entre os stakeholders da organização. E o principal conflito de agência abordado pela literatura, desde o trabalho de Berle & Means (1932), é o problema entre acionistas e gestores, decorrente de uma situação de estrutura de propriedade pulverizada.

No Brasil, estudos recentes, como os de Leal et al. (2002) e Silveira et al. (2004), destacaram que, devido à alta concentração da propriedade e também à existência de um grupo de controle bem definido, o conflito de agência nas empresas brasileiras de capital aberto ocorre não somente entre acionistas e gestores, mas também entre acionistas controladores e acionistas minoritários.

Nesse sentido, o conselho de administração assume vital importância no processo de monitorar as decisões dos gestores e também estimulá-los a adotarem práticas de governança que gerem mais transparência, prestação de

contas e equidade de tratamento entre os seus acionistas, sejam controladores ou minoritários.

### **1.1 Problema de pesquisa**

O tema governança corporativa tem sido destacado em diferentes programas de fomento e de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Órgãos reguladores de mercado, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), recentemente implementaram diferentes estratégias que buscam despertar a confiança e a proteção legal aos fornecedores de recursos das companhias brasileiras, sobretudo aos seus proprietários, seja controlador ou minoritário.

O conselho de administração pode ser visto como um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos acionistas. Dentre as atividades do conselho de administração, estão o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos. Assim, estas atribuições, assumidas pelo conselho de administração, são fatores importantes que podem contribuir para explicar uma parte tanto do desempenho quanto do valor de mercado das empresas.

Além disso, como órgão intermediador entre acionistas e administradores, a composição do conselho de administração tem assumido importantes funções, na busca de garantir a esses fornecedores de capital da empresa a proteção legal de seus investimentos, monitorando as decisões dos administradores e verificando se elas realmente estão alinhadas com os interesses dos proprietários, minimizando eventuais conflitos de agência. Diversos estudos têm tentado explicar a relação das diferentes estruturas de governança corporativa sobre o desempenho da empresa e o valor de mercado, e, por ser um tema controverso, tem permitido enfoques distintos, por diferentes



correntes teóricas. Os testes empíricos, entretanto, ainda não evidenciaram uma consistência teórica. Além disso, as recomendações dos códigos de governança corporativa, sobretudo referente às características e funções do Conselho de Administração, enfoque deste trabalho, ainda carecem de pesquisas e evidências empíricas sobre o ambiente corporativo das companhias brasileiras.

Em outras palavras, a influência da independência e do tamanho do conselho de administração, como mecanismos de monitoramento das decisões dos executivos, sobre o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras, ainda não consolidou evidências suficientes para formar uma corrente teórica sobre o tema. Desse modo, o presente estudo busca responder à seguinte questão: Os elementos de governança corporativa, definidos pelas características do conselho de administração, tamanho e independência, interferem no valor de mercado e no desempenho das companhias brasileiras de capital aberto?

## **1.2 Justificativa da pesquisa**

A proposta deste estudo é contribuir para conduzir tanto as companhias quanto os investidores a conhecerem os impactos da governança corporativa, especificamente a composição do conselho de administração, sobre o valor de mercado e o desempenho das empresas e, conseqüentemente, contribuir também para o desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, por meio de possíveis sugestões aos órgãos que regulam e fiscalizam o mercado.

Além disso, o estudo pretende também contribuir com a discussão sobre o tema de governança corporativa e suas evidências empíricas sobre o valor de mercado e desempenho das empresas que possuem mais liquidez de seus ativos negociados na Bovespa, tema que nos últimos anos têm recebido atenção

especial por seus principais agentes reguladores, como a CVM, Bovespa e também o IBGC.

Em outras palavras, busca-se, então, somar aos trabalhos já realizados no Brasil, em busca de identificar os efeitos que a governança corporativa têm gerado às empresas inseridas em um mercado acionário, onde o ambiente de proteção legal aos “*stakeholders*” ainda não se configurou como um eficiente redutor dos conflitos de agência. Sendo assim, percebeu-se a importância de resgatar os estudos sobre as atribuições do conselho de administração, tanto com relação ao monitoramento das decisões administrativas quanto à sua representação e à proteção dos direitos dos acionistas, referenciados nesse trabalho pelo tamanho e independência do conselho.

## **2 OBJETIVOS**

### **2.1 Objetivo geral**

Verificar a relação da composição do conselho de administração com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

### **2.2 Objetivos específicos**

Especificamente, buscou-se:

- Descrever as características dos conselhos de administração presente nas empresas;
- Identificar, considerando tanto as recomendações legais presentes nos códigos de governança corporativa quanto às configurações reais do conselho de administração encontradas nas empresas, quais são as características que interferem no valor de mercado e desempenho das empresas;
- Verificar se a finalidade da governança corporativa, promover mecanismos de otimização do desempenho e valorização da empresa no mercado, têm sido alcançada pelas atribuições de monitoramento do conselho de administração sobre as decisões dos administradores.

### **3 REFERENCIAL TEÓRICO**

O conflito entre acionistas e administradores, bem como entre acionistas majoritários e minoritários, pode ser visualizado sob o prisma da teoria dos conflitos de agência. Identificada a questão dos conflitos de agência, torna-se necessário conhecer os conceitos de governança corporativa, demonstrando os seus princípios presentes no código de governança e a sua importância em um ambiente corporativo onde as decisões empresariais podem interferir diretamente nos interesses dos proprietários/acionistas. Avançando nessa questão, o sistema de governança corporativa será contextualizado no Brasil, tendo em vista os diferentes modelos encontrados em outros mercados financeiros internacionais.

Com base nisso, serão descritos os mecanismos de governança corporativa que promovam um ambiente de proteção legal aos acionistas. A descrição destes mecanismos permite compreender as formas que a literatura aponta para diminuir os eventuais conflitos de agência.

Sobre um dos mecanismos de governança corporativa, pode-se dizer que têm sido comum utilizar as características do conselho de administração como mecanismo interno de proteção legal aos acionistas. Além desse mecanismo, segundo Shleifer & Vishny (1997), a estrutura de controle e propriedade é, junto com a proteção legal, um dos principais determinantes da governança corporativa.

No entanto, além desses mecanismos, existem outras questões importantes ligadas à governança corporativa que, devido ao foco escolhido para essa pesquisa, não serão aqui detalhadas. Essas outras questões são relacionadas por Silveira (2002) como a qualidade da governança corporativa, remuneração dos gestores, posse de ações por parte dos executivos e conselheiros, ativismo dos investidores institucionais, presença de um mercado de aquisição hostil e existência de um mercado de trabalho competitivo.

Com base nisso, será apresentada, a seguir, uma revisão bibliográfica sobre os fatores que envolvem a discussão sobre governança corporativa e suas relações com o valor de mercado da empresa e com o seu desempenho.

### **3.1 Os conflitos de agência**

A discussão sobre governança corporativa teve suas origens no trabalho de Berle & Means (1932), no qual foi identificada uma mudança significativa na estrutura societária das empresas americanas, apresentando maior dispersão da base acionária. Assim, o enfoque contratual das relações econômicas passou, então, a despertar o interesse de profissionais e de acadêmicos. E, a partir disso, segundo Carvalho da Silva (2002) a teoria da agência passou relacionar-se não apenas com a ocorrência de assimetria de informações entre os agentes, mas também com o direito de propriedade e os contratos.

Dessa maneira, a governança corporativa busca procurar solucionar o chamado “conflito de agência”, presente a partir da existência da separação entre a propriedade e a administração da empresa. O “principal”, titular da propriedade, delega ao “agente” poderes de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre são convergentes com os de seu titular. E, sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior da governança corporativa é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos agentes esteja alinhado com os interesses dos principais.

#### **3.1.1 Conflitos entre acionistas e administradores**

O conflito, nesse tipo de relacionamento, surge quando o principal, representado pelos acionistas, transfere poderes aos administradores, denominados “agentes”. A partir disso, se ambos os interesses não estiverem alinhados, a empresa poderá arcar com os custos de agência. Segundo

Damodaran (2004), quando os administradores atuam como agentes para os acionistas, há a possibilidade de um conflito entre os interesses de ambos, já que os administradores podem tomar decisões que maximizem não a riqueza dos acionistas ou da empresa, mas sim a sua própria utilidade.

Seguindo este mesmo raciocínio, Jensen & Meckling (1976) já argumentavam que administradores possuem interesses que podem ser divergentes com os interesses dos acionistas, ocorrendo o conflito de agência. Quando os administradores buscam maximizar sua utilidade própria, em detrimento da utilidade dos acionistas, que são os agentes principais, aqueles podem expropriar a riqueza destes, já que poderão utilizar recursos da empresa em benefício próprio, como construção de instalações luxuosas, contratações desnecessárias, uso abusivo dos ativos da empresa, etc. Tais comportamentos podem não contribuir para o melhor desempenho da empresa e, conseqüentemente, não criar valor para os acionistas. Políticas de remuneração própria excessiva também podem ser uma forma de expropriar a riqueza da empresa e de seus proprietários/acionistas.

Ainda sobre o comportamento dos administradores, Baker et al. (1988) argumentam que os executivos podem aumentar sua remuneração aumentando o porte da empresa, mesmo quando esse aumento de tamanho reduz seu valor de mercado.

Um outro ponto causador de conflito entre acionistas e administradores está no fato de existirem diferenças em suas carteiras de investimento. Isso porque enquanto os acionistas tendem a possuir um capital diversificado, os administradores tendem a contar apenas com um grande investimento em capital humano realizado na empresa, tido como um investimento não diversificável.

A partir desse argumento, é possível surgir um interesse dos administradores de se perpetuarem em seus cargos exercendo as suas operações gerenciais. Assim, com o objetivo de permanecerem em seus cargos, eles

tendem a resistir contra o fechamento da empresa ou, até mesmo, mudanças no seu controle acionário e estes interesses podem estimulá-los a tomar decisões que, por um lado, diminuam os riscos de falência da empresa, mas que, de outro, não garantem optar por investimentos que realmente agreguem valor aos acionistas e sim que aumentem o tamanho da empresa (Amihud & Lev, 1981). Com base no raciocínio desses autores, percebe-se que os resultados financeiros podem se diferenciar em função dos conflitos de agência existentes dentre os seus *stakeholders*, e que a divergência de interesses pode não direcionar os resultados da empresa conforme as expectativas do principal (acionistas) mas sim atendendo aos interesses do agente (administradores).

Complementando esses argumentos, Damodaran (2004) pressupõe que os acionistas detêm o poder de admitir e demitir administradores. Este pressuposto está baseado na carta de formação da corporação, que contém dois mecanismos projetados para proporcionar poder aos acionistas. O primeiro é a assembléia anual, em que os acionistas podem manifestar o seu descontentamento com a administração em vigor e removê-la, caso seja necessário. O outro mecanismo é o conselho de administração, cujo dever fiduciário é assegurar que os administradores sirvam aos acionistas. Este mesmo autor argumenta, ainda, que, apesar dessas justificativas legais serem óbvias, o poder prático de qualquer um desses mecanismos é discutível.

Portanto, diante dos argumentos relacionados aos conflitos de agência entre acionistas e administradores, o conselho de administração, bem como a sua estrutura, será tratado neste trabalho como o principal mecanismo que a empresa possui em busca de administrar os possíveis problemas causados pelos conflitos de agência.

### **3.1.2 Conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários**

Assim como no relacionamento entre proprietários e administradores, o conflito de agência também pode surgir entre os próprios proprietários ou acionistas. Ele acontece quando a maior parte do controle acionário de uma empresa está concentrada em posse de poucos acionistas, estando o restante da propriedade em posse de acionistas minoritários.

Nesse sentido, Soares & Kloeckner (2006) afirmam que, quando existem acionistas controladores na firma, o poder de eleger e exonerar a maioria dos membros do conselho de administração é centralizado na figura desses acionistas controladores. Em função disso, os administradores tendem a trabalhar em prol dos interesses dos controladores, de modo a permanecerem protegidos em seus cargos. Assim, surge outro conflito de interesses na empresa, entre acionistas majoritários e minoritários.

A presença de grandes acionistas gera o conflito de agência entre controladores e minoritários, podendo causar graves problemas de governança corporativa. Silveira (2002) afirma que a compra das ações do bloco de controle das empresas com um determinado prêmio evidencia que o controle é valorizado, comprovando que os controladores poderão ter acesso a benefícios especiais. Caso os acionistas minoritários recebessem os mesmos benefícios dos acionistas controladores, em tese, não justificaria haver o pagamento de um prêmio pelo bloco de ações que levam ao controle da empresa.

Desse modo, a questão central que define esse tipo de conflito aparece quando se tenta descobrir que vantagens um acionista pode conseguir possuindo uma grande quantidade de ações de uma só empresa. Isto porque a diversificação dos investimentos pelos acionistas é uma opção para diminuir os seus riscos. Com base nisso, Soares & Kloeckner (2006) também argumentam que os acionistas devem obter algum benefício pela compra de um percentual



maior de ações com direito a um controle concentrado da propriedade acionária que justifique esta possível exposição ao risco.

Pode ser entendido, então, que o conflito entre os próprios acionistas surge a partir do momento em que os majoritários utilizam o maior acesso às informações da empresa para praticar a expropriação dos direitos dos minoritários. Desta forma, os pequenos investidores precisam procurar algum tipo de mecanismo legal que os proteja contra a expropriação e que, assim, represente os seus interesses na condição de proprietários, da mesma forma que são os majoritários.

Contribuindo com esse raciocínio, Shleifer & Vishny (1997) afirmam que os grandes acionistas possuem os seus próprios interesses, que não necessariamente convergem com aqueles dos pequenos acionistas ou, até mesmo, com os interesses dos administradores e de outros agentes. Esse eventual conflito tende em resultar na expropriação de riqueza dos acionistas minoritários em favor dos majoritários. Assim, estes autores argumentam que os potenciais pequenos investidores tendem a não realizar seus investimentos em empresas que não possuem um ambiente de proteção legal a seus *stakeholders*, podendo levar à diminuição de fontes de financiamento para esses tipos de organização.

Neste sentido, conclui-se que a estrutura de controle e propriedade exposta a um ambiente sem proteções legais aos pequenos investidores pode acarretar em custos de agências às empresas e, conseqüentemente, gerar dificuldades para a captação de novos recursos no mercado financeiro e, por esse motivo, encontrar ameaças para o seu desempenho financeiro.

### 3.2 Governança corporativa

Governança corporativa, apesar de ser considerado um tema recente, é uma questão antiga, cujo entendimento passa pela compreensão do “problema de agência” dos gestores.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2007), 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.”

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2007), governança corporativa:

“é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade”.

Segundo Carvalho da Silva (2002), a governança corporativa pode ser descrita como um conjunto de princípios e práticas que buscam minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia (*stakeholders*), com o objetivo de maximizar o valor da empresa e, conseqüentemente, aumentar o retorno para seus acionistas.

Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD, 2007), um bom regime de governança corporativa tem que representar uma forma eficaz de utilização de recursos, devendo as empresas

levar em conta não só os interesses dos acionistas (shareholders), mas também de todos os agentes envolvidos (*stakeholders*).

Para Gilson (2000), o sistema de governança determina os termos de um contrato de acionistas, em que é transferida aos administradores a autonomia para gerir os negócios da companhia e os acionistas recebem o lucro resultante das operações da empresa. Nesse sentido, as boas práticas de governança corporativa seriam alternativas eficazes para melhorar o desempenho da empresa e gerar mais rentabilidade aos acionistas, por meio de pagamento de dividendos.

Segundo a Comissão de Valores Mobiliários, a análise das práticas de governança é, para os investidores, um auxílio na decisão de seus investimentos. Isto porque a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo seria o aumento do valor de mercado da companhia, pois as boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização. Dessa maneira, a adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos por meio dos quais os investidores, incluindo os controladores ou majoritários, se protegem contra desvios de ativos por administradores ou gerentes que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Para Peixe (2003: p.24):

“governança é avaliar a eficácia de meios alternativos de organização, através de instrumentos, onde a integridade da transação é decidida. Representa um exercício de controle, direção e autoridade. Existe porque o mercado não é capaz de alocar todos os recursos eficientemente sem a intervenção da autoridade”.

### 3.2.1 Código de governança corporativa

Mesmo sendo consideradas voluntárias, as práticas de governança corporativa possuem um código que têm como função orientar as empresas no que tange aos princípios de uma boa governança. Neste sentido, o IBGC, lançou, em maio de 1999, o código de governança corporativa. Mesmo que, naquela época, esse tema fosse praticamente desconhecido no Brasil, os principais modelos e práticas de governança corporativa sofreram grandes questionamentos e houve uma evolução do ambiente institucional e empresarial no Brasil. Acredita-se que estes ajustes no código, levando em conta as necessidades do mercado brasileiro, o código de governança corporativa foi ganhando novos elementos que contribuem para determinar a competitividade das empresas brasileiras, especialmente na busca por novas fontes de recursos.

Segundo o IBGC (2007), o objetivo central deste código é indicar caminhos para todos os tipos de sociedades – por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis –, visando aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para a sua perenidade.

Com base nisso, o IBGC (2007) afirma que os princípios básicos que inspiram o código de governança corporativa são:

- i. transparência – refere-se à “obrigação de informar”; a administração deve se comprometer em garantir uma boa comunicação interna e externa, e que seja essencialmente espontânea, franca e rápida. Isso pode resultar em um clima de confiança entre os *stakeholders* e, conseqüentemente, direcionar as ações empresariais para um melhor desempenho da empresa e que conduza à sua criação de valor;
- ii. equidade - caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais "partes interessadas" (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores

- ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis;
- iii. prestação de contas (*accountability*) - os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeram e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos;
  - iv. responsabilidade corporativa - Conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. A "função social" da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente. Inclui-se neste princípio a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade.

O entendimento dos princípios deste código é um elemento importante tanto para elaborar as possíveis expectativas por parte dos *stakeholders* em relação aos seus direitos individuais, como para fornecer subsídios que amparem a realização de pesquisas sobre governança corporativa.

### **3.3 Sistemas de governança corporativa no Brasil**

Antes de discutir sobre o sistema de governança corporativa no Brasil, é necessário considerar os elementos que podem determinar o sistema de governança em um mercado.

Segundo Silveira (2002, p.18),

“o sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual está inserida. E o Estado, por meio da definição dos sistemas financeiro e legal, modela tanto a formação do mercado de capitais local quanto o grau de proteção dos investidores, influenciando, dessa forma, no modelo de governança das empresas. Neste sentido, os países podem apresentar diferenças significativas entre os sistemas de governança corporativa das suas empresas.”

Assim, o ambiente institucional no qual a empresa está inserida pode ser entendido como o conjunto de mecanismos, sejam internos ou externos, que visam solucionar os possíveis conflitos de interesses dentre os diferentes *stakeholders* da empresa.

A relação entre os problemas de agência dos gestores com os elementos da governança corporativa está ilustrada na Figura 1.

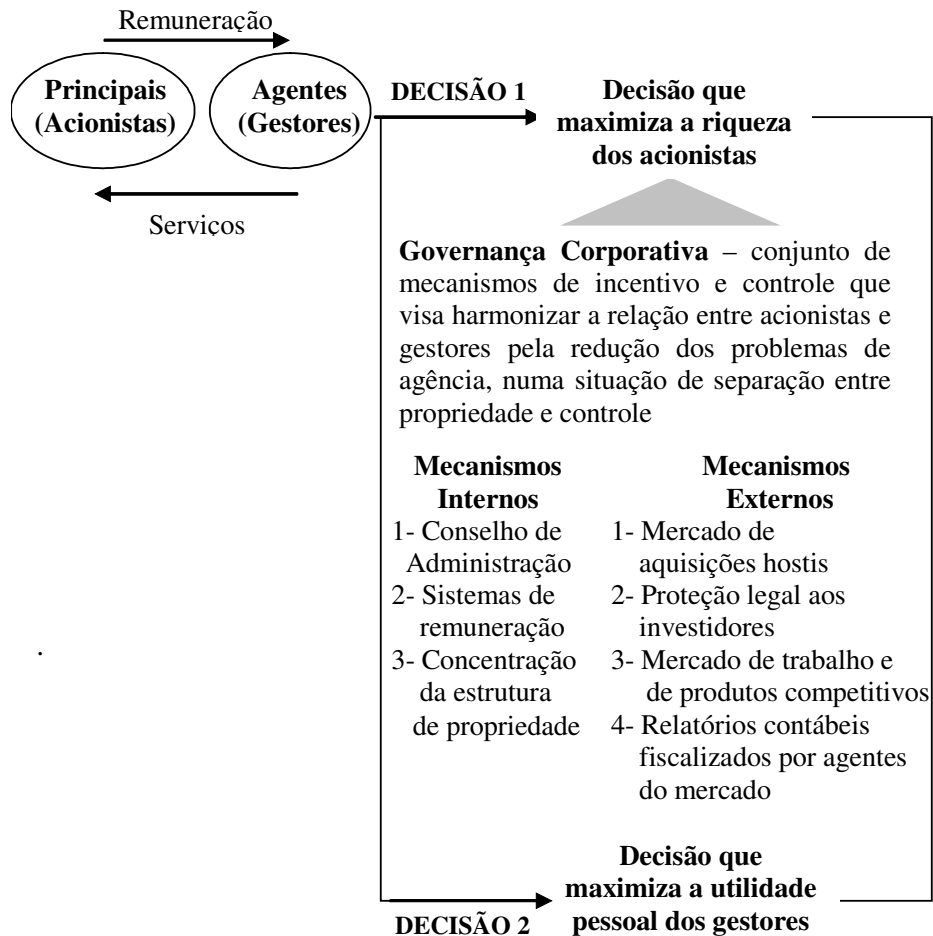


FIGURA 1: Mecanismos de governança corporativa e o problema de agência entre acionistas e gestores  
 Fonte: Adaptado de Silveira (2002)

Com base na Figura 1, percebe-se como se dá a relação entre acionistas e gestores, pela ótica da teoria da agência. Gestores são contratados pelos acionistas, que concedem uma remuneração para que sejam beneficiados por serviços prestados que, teoricamente, sejam convergentes com os seus reais interesses, a maximização da riqueza. No entanto, esses serviços prestados

refletem os resultados de um conjunto de decisões operacionais da empresa que, segundo as teorias do conflito de agência, dividem-se em dois tipos: o primeiro, que maximiza a riqueza dos acionistas e o segundo, que maximiza a utilidade pessoal dos gestores. Diante desse aparente conflito de interesses, a empresa pode arcar com um custo, denominado custo de agência, que tende a fazer com que os resultados da empresa não sejam ótimos no que tange a fatores como rentabilidade do capital investido pelos principais fornecedores de capital (que são os acionistas), eficiência administrativa e perenidade da empresa no longo prazo.

Assim, surge a necessidade de criar mecanismos de governança corporativa que buscam amenizar esses problemas causados pelos conflitos de agência, que podem ser divididos em duas categorias quanto ao ambiente institucional, internos e externos.

Nos mecanismos internos, a estrutura do conselho de administração e a concentração da estrutura de propriedade, que, de forma conjunta, interferem no monitoramento das decisões dos gestores, são somadas com o fator sistema de remuneração, que, por sua vez, surge como um importante elemento na busca de diminuir a divergência de interesses causados por uma rígida separação entre controle e propriedade.

Quanto ao ambiente externo da empresa, Silveira (2002) ainda aponta quatro importantes elementos que compõem os mecanismos de governança corporativa. São eles: 1) mercado de aquisições hostis, que se relaciona com o surgimento dos *takeovers*<sup>1</sup> no mercado acionário brasileiro, podendo representar uma ameaça à permanência dos gestores em seus cargos; 2) proteção legal aos investidores, que reflete no sistema de legislações e fiscalizações que tem como

---

<sup>1</sup> *Takeover* = compra de um número significativo de ações de uma empresa por um indivíduo, grupo de investidores ou outra organização. Pode ser amigável – o comprador e o vendedor desejam a transação – ou hostil – a empresa-alvo resiste à venda (Wright et al., 2000).



atribuição incentivar e assegurar que as empresas adotem novas práticas de governança e transmita segurança, prestação de contas, transparência e também que trate com equidade os agentes do mercado financeiro; 3) mercado de trabalho de produtos competitivos, que representa a importância de se ter um ambiente competitivo no setor em que a empresa presta a sua atividade econômica, já que essa competição do mercado pode funcionar como um mecanismo que força os administradores a tomarem melhores decisões administrativas e 4) relatórios contábeis fiscalizados por agentes de mercado que, assim como o item 2 dos mecanismos externos, compõem uma categoria maior representada como ambiente de proteção legal, que será detalhada no item 3.4.

Diante desses diferentes mecanismos, internos e externos, de governança corporativa, a proposta desse estudo destaca a composição do conselho de administração como elemento explicativo do valor de mercado e do desempenho das companhias brasileiras.

Embora ainda seja comum estudar esses diferentes enfoques individualmente, as novas gerações de pesquisas sobre esse tema, em especial as internacionais<sup>2</sup>, tendem a abordá-lo utilizando medidas amplas de governança corporativa, ou seja, que levem em conta de forma integrada esses diferentes mecanismos.

Escolheu-se estudar apenas o conselho de administração como governança corporativa pelo fato de que se pretende encontrar evidências sobre a eficiência de sua atribuição de monitorar as decisões dos gestores e direcioná-los em busca de melhor desempenho da empresa e, conseqüentemente, aumento de seu valor de mercado. Especialmente em mercados acionários como o brasileiro, este mecanismo de governança corporativa ainda não se configurou

---

<sup>2</sup> DENIS, D.; McCONNEL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.38, n.1, p.1-36, Mar. 2003.

como um eficiente redutor dos conflitos de agência. Adiante serão apresentadas as características sobre os conselhos de administração, resultados de pesquisas feitas no Brasil, que fortalecem esses argumentos.

### **3.3.1 Panorama dos sistemas de governança corporativa no mundo**

Os modelos de governança variam conforme as peculiaridades de cada país, mas podem ser identificados dois sistemas: o anglo-saxão, que prevalece nos Estados Unidos e no Reino Unido, e o nipo-germânico, que predomina no Japão, na Alemanha e na maioria dos países da Europa Continental. Basicamente, estes dois sistemas diferenciam-se por seus modelos de propriedade, pelas formas de monitoramento usadas por seus acionistas e sua visão a respeito dos objetivos finais das empresas (Carvalho da Silva, 2002).

Para este mesmo autor, no modelo anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas e as bolsas de valores garantem a liquidez dessas participações, diminuindo o risco dos acionistas. Com relação ao modelo nipo-germânico, a propriedade é mais concentrada e as participações acionárias são de longo prazo. Além disso, no modelo anglo-saxônico, o objetivo principal das empresas é a criação de valor para os acionistas (*shareholders*), enquanto no modelo nipo-germânico, as empresas buscam equilibrar os interesses dos acionistas com os de outros grupos interessados, que sofrem o impacto das decisões tomadas pela empresa, como, por exemplo, os empregados, fornecedores, cliente e a comunidade em geral (*stakeholders*).

### **3.3.2 Características do sistema de governança corporativa no Brasil**

Silveira (2004), tomando como base a análise de pesquisas sobre governança corporativa publicadas pelo do IBGC (2001) e ainda por Mckinsey & Company e Kom/Ferry International (2001), Saito & Dutra (2002), Leal & Oliveira (2002b) e por Silveira (2002), traçou um modelo geral de governança

corporativa para as companhias abertas brasileiras, com as seguintes características:

**QUADRO 1 – Modelo de governança corporativa das companhias brasileiras.**

<b>Modelo atual de governança corporativa</b>	
<b>Estrutura de propriedade</b>	<b>Conselho de administração</b>
1. Alta concentração das ações com direito a voto (ordinárias)	1. Pouca clareza na divisão dos papéis conselho/diretoria executiva, principalmente nas empresas familiares
2. Alto nível de utilização de ações sem direito a voto (preferenciais)	2. Estruturas informais dos conselhos (ausência de comitês)
3. Empresas fundamentalmente de controle familiar ou controladas por poucos investidores	3. Maioria de conselheiros externos, porém não independentes
4. Não reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários	4. Escassez de conselheiros profissionais capacitados
5. Acionistas minoritários pouco ativos	5. Remuneração como fator pouco relevante.
6. Alta sobreposição entre propriedade e gestão.	

Fonte: Adaptado de Silveira (2004).

Nakayasu (2006, p.21) analisa esse mesmo modelo argumentando que:

“as empresas brasileiras possuem o direito de configurar uma estrutura acionária, na qual é possível compor um terço das ações em ordinárias e os outros dois terços em preferenciais. Teoricamente, quem possuir mais da metade das ações ordinárias, ou seja, 17% das ações da empresa, detém o controle dela. Claramente, pode-se notar que essa estrutura possibilita a um único investidor ter o poder sobre a empresa, injetando uma soma menor de recursos quando comparada a uma estrutura acionária de 100% do capital em ações ordinárias”.

Este raciocínio já era demonstrado por Leal & Valadares (2002) que demonstraram, em seus estudos, que, no Brasil, o maior acionista possui, em

média, 58% das ações ordinárias, enquanto os três maiores, juntos, possuem 78% delas. Isto corrobora com os argumentos de que, no Brasil, o principal conflito de agência está entre acionistas majoritários e os minoritários, ao contrário do que acontece em mercados com controle da propriedade mais pulverizado, onde o conflito de agência surge, principalmente, entre acionistas e gestores.

Recentes trabalhos, como os de Leal et al. (2000b, 2002b) apud Silveira (2004) e Okimura et al. (2004), e Silveira (2004b) descrevem que a grande concentração do direito de controle (percentual de ações ordinárias em posse do acionista controlador) nas empresas brasileiras de capital aberto é, em grande parte, explicada por incentivos dados, no passado, pela abertura de capital das companhias, que trouxeram ao mercado de ações empresas que, na ausência de tais incentivos, provavelmente teriam sido mantidas privadas e controladas por poucos indivíduos. O autor aponta, ainda, que outra característica do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais).

Segundo Silveira (2004), no caso brasileiro, como consequência da alta concentração da propriedade (principalmente das ações com direito a voto), um dos problemas de governança ocorre entre acionistas controladores e outros fornecedores de recursos financeiros, que são os acionistas minoritários e também os credores. Desta forma, o principal desafio no Brasil, segundo esse autor, é fazer com que as companhias aprimorem suas práticas de governança para proteger os acionistas minoritários e tais credores. Em outras palavras, é necessário um aumento da proteção ao investidor sob a forma de maior transparência das decisões tomadas pelos controladores e da garantia de voz aos minoritários, por meio de participação no conselho de administração ou de adesão da empresa a mecanismos eficientes e menos onerosos para resolução de conflitos societários, como Câmaras de Arbitragem.

Percebe-se, assim, que existe relações de conflito de interesses dentre os diferentes *stakeholders* da empresa. Seja entre administradores e acionistas, ou entre os fornecedores de recursos, como os acionistas (majoritários e minoritários) e os credores.

Nesse sentido, em busca de amenizar os conflitos de agência causados pelas divergências de interesses sobre a empresa, surge a necessidade de que órgãos reguladores do mercado desenvolvam políticas e criem mecanismos eficientes que não somente proporcionem maior segurança aos *stakeholders*, mas também permita um maior desenvolvimento da economia via mercado de capitais. Damodaran (2004) criou um modelo (Figura 2) que representa como a maximização do valor da empresa aconteceria, considerando-se os interesses de cada *stakeholder* assegurados por diferentes mecanismos de governança corporativa.

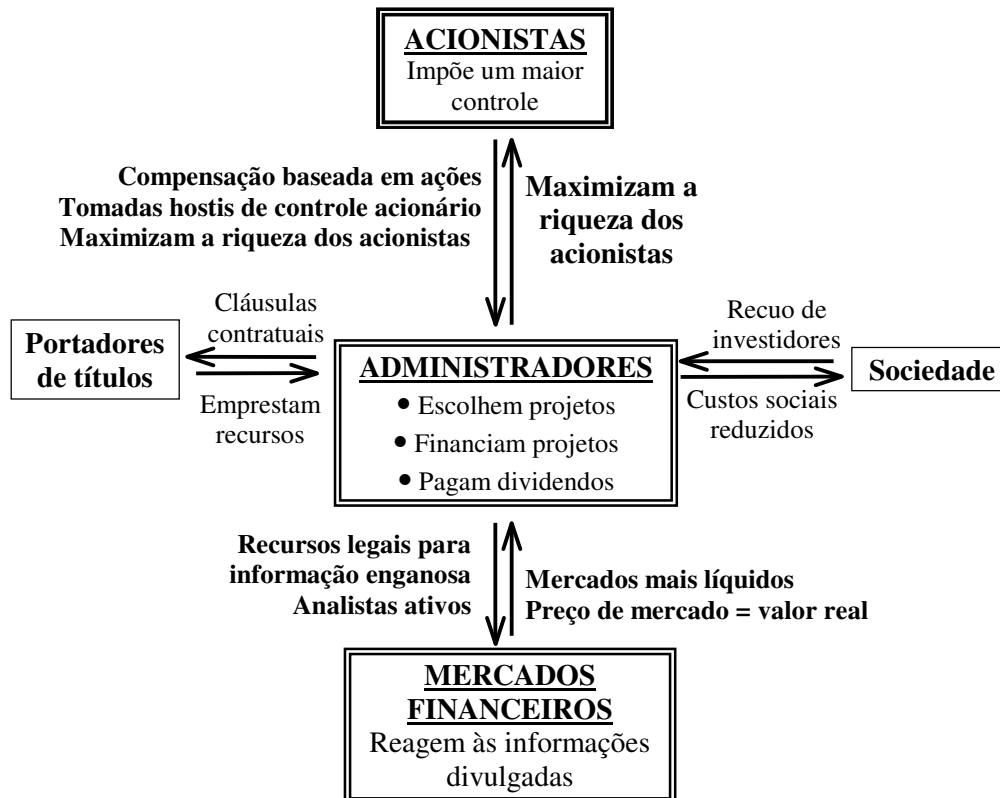


FIGURA 2: Maximização do valor da empresa com a presença da governança corporativa  
 Fonte: Adaptado de Damodaran (2004)

Este modelo, apresentado pela Figura 2, é defendido por Damodaran (2004) com o argumento de que possíveis excessos de qualquer investidor atraem respostas de outros. Por exemplo, tem-se que administradores, ao impor os seus interesses sobre os dos acionistas, tendem a causar a entrada de investidores mais ativistas, como os grandes fundos, permitindo, assim, um maior controle sobre os administradores. Por outro lado, conforme já discutido,

a desapropriação dos direitos de acionistas minoritários pelos grandes investidores tende a se equilibrar com a presença de legislações e de uma representação ativa do conselho de administração, já que estes fatores contribuem para a formação de um ambiente mais justo e isento de sobreposição de poder.

É o caso do novo mercado criado pela Bovespa em 2001, o qual exige que as empresas sejam mais transparentes nas informações, que aumentem o grau de prestação de contas ao mercado e também que promovam maior equidade de tratamento entre os diferentes acionistas, em especial os minoritários. Para a resolução de eventuais conflitos, câmaras de arbitragem foram criadas e também a divulgação, ao mercado, da lista de empresas que se comprometem a um maior nível de governança corporativa.

Ainda com relação à Figura 2, Damodaran (2004) enfatiza também a relação entre acionistas e portadores de títulos (credores), que pode ser uma causa de conflito de interesses, já que ambos financiam os investimentos da empresa com o objetivo de receberem o retorno em forma de juros (credores) e dividendos ou valorização do preço da ação (acionistas). Assim, contratos de dívidas podem possuir cláusulas que impõem limites nas tomadas de decisões dos administradores, que restringem a política de investimentos, a política de dividendos e também restrições sobre as políticas de financiamento, já que novos empréstimos tendem a representar maiores riscos aos credores antigos, por meio da inadimplência ou de infortúnio financeiro. Nesse sentido, o conselho de administração assume, dentre outras, uma importante função, pois a sua atribuição de monitorar as decisões dos administradores, sejam sobre os investimentos, financiamentos ou sobre os dividendos, pode proporcionar tanto aos acionistas quanto aos credores, um ambiente mais transparente, justo e seguro.

Além da relação entre administradores, proprietários e credores, a empresa está inserida em um ambiente ainda mais complexo, em termos de diversidade de atores envolvidos. Os mercados financeiros e a sociedade são os outros dois elementos que constantemente reagem às informações prestadas pela empresa, seja quanto aos tipos de produtos oferecidos ou de serviços prestados. E isso reflete diretamente na percepção da sociedade e também de seus investidores ou investidores potenciais (mercado financeiro) que a todo o tempo demonstram suas expectativas sobre a empresa por meio de negociações de papéis em bolsa de valores.

Fama (1980) já argumentava que a bolsa de valores é o principal instrumento do mercado financeiro, servindo como um termômetro das expectativas dos investidores sobre o sucesso da empresa, valorizando ou desvalorizando as ações. Por isso, justificam-se os esforços de criar novos mecanismos que incentivem as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, aumentando assim a probabilidade de atrair novos investidores, gerando mais liquidez ao mercado de títulos e também possibilitando que os administradores sejam também monitorados pela real percepção do mercado financeiro e, até mesmo, pela sociedade, absorvendo ou não seus produtos ou serviços prestados.

Este trabalho limitou-se apenas às relações entre administradores e acionistas, visto que o conselho de administração pode ser considerado um dos principais instrumentos que os acionistas possuem para terem seus direitos representados e, assim, monitorarem o comportamento dos administradores no que tange às decisões de investimentos, de financiamentos e de dividendos.

No entanto, governança corporativa não se limita apenas ao conselho de administração, mas, sim, sobre uma definição mais abrangente, que considere a estrutura de propriedade, a competitividade do mercado, o ativismo dos investidores e outros mais que proporcionem segurança, transparência das



informações prestadas e por um tratamento justo (equidade), dentre os diferentes *stakeholders*. Na próxima seção, serão apresentados esses fatores que, juntos, definem essa abordagem legal para a governança corporativa.

### **3.4 Abordagem legal para a governança corporativa**

A criação de um ambiente de proteção legal aos investidores é considerada, na governança corporativa, o principal motivo para que as práticas de boa governança previstas nos códigos estejam presentes nas empresas. O ambiente legal vem sendo amplamente discutido nos estudos sobre finanças corporativas, porque as normas e a obrigatoriedade de seus cumprimentos são elementos essenciais para fazer valer os direitos dos investidores, tanto acionistas quanto credores. O ambiente legal passa, assim, a ser de vital importância.

Neste mesmo raciocínio, La Porta et al. (1998), apud Silveira (2002, p. 41), argumentam que, na visão tradicional de finanças, com base nas teorias de Modigliani & Miller (1958), os títulos são avaliados exclusivamente pelo seu fluxo de caixa. Assim, um título de dívida vale o fluxo prometido pelo pagamento dos juros e o valor de uma ação corresponde ao seu fluxo futuro de dividendos. Esses autores afirmam, ainda, que esta visão tradicional de finanças não explica, entretanto, como os investidores (credores e acionistas) garantem que obterão para si o fluxo de recursos gerado pelos negócios das companhias e que deveriam ser usados para o pagamento dos títulos de dívida ou dividendos.

Com base nisso, expõe-se, na Figura 3, um esquema que apresenta a importância da proteção legal aos investidores, no que tange aos seus direitos sobre os fluxos de caixa da empresa:

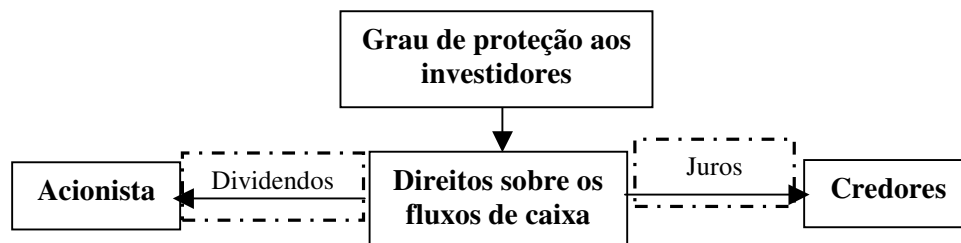


FIGURA 3: Importância do ambiente de proteção legal para os investidores  
 Fonte: Elaborado pelo autor

La Porta et al. (1998b), apud Soares & Kloeckner (2006), constataram que o mercado financeiro e de capital são mais desenvolvidos nos países com maior qualidade de proteção ao investidor, sinalizando para a lógica de que o investidor optará por aplicar seus recursos em ambientes nos quais houver menos chance de ser expropriado, ou no qual ele sinta-se mais protegido.

Contudo, percebe-se a importância do conselho de administração nesse processo de possibilitar um ambiente de proteção legal aos fornecedores de recursos às companhias, tanto aos proprietários (foco deste trabalho) quanto aos credores.

### 3.5 Mecanismos de governança corporativa

Como já visto na seção 3.3, existem tanto mecanismos internos quanto externos de governança corporativa que, em síntese, são fatores e características das empresas de capital aberto, que são determinantes na diminuição dos conflitos de agência. Mesmo sendo considerados outros tipos de mecanismos, inclusive citados naquela seção, serão detalhados a seguir os três considerados mais importantes na revisão teórica deste trabalho: a estrutura do conselho de administração, a estrutura de propriedade da empresa e a qualidade da governança corporativa que, pela relevância destes elementos nos estudos sobre este tema no Brasil.

### **3.5.1 Composição do conselho de administração**

O conselho de administração é um elemento fundamental na governança corporativa das empresas, pois pode ser considerado um dos principais mecanismos para a diminuição dos custos de agência.

Segundo o código brasileiro de governança corporativa elaborado pelo IBGC, independentemente da forma societária e de ser companhia aberta ou fechada, toda empresa deve ter um conselho de administração eleito pelos seus sócios, sem perder de vista todos os agentes interessados (stakeholders), o objeto social e a sustentabilidade da empresa no longo prazo. Os conselheiros devem sempre decidir no melhor interesse para a sociedade como um todo, independentemente da parte que os indicou ou os elegeu.

Para Santos (2002), o conselho de administração, como mecanismo de governança corporativa, é utilizado para identificar o impacto de sua estrutura no desempenho da empresa. A independência dos conselheiros é apontada como um fator positivo e que contribui para uma boa prática de governança. No entanto, o autor considera que ainda não existem evidências empíricas que permitam assegurar que o desempenho da empresa esteja positivamente relacionado ao grau de independência de seu conselho de administração.

Segundo o código de governança corporativa divulgado pela CVM, o conselho de administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria, a fim de maximizar o retorno para os acionistas, agregando valor à empresa. O conselho de administração, segundo esse órgão, 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. Além disso, o conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia. Em casos específicos, como o das companhias com controle compartilhado, pode-se

justificar um número superior a nove membros participantes do conselho de administração. Quanto ao mandato dos conselheiros, ele deve ser unificado e seu prazo é de, no máximo, um ano, sendo permitida a reeleição.

Conforme Silveira et al. (2003), a relevância da estrutura de governança para o desempenho financeiro baseia-se na idéia de que os participantes do mercado recomendam às empresas a adoção de algumas práticas para o aprimoramento da governança corporativa. Entre essas práticas, recomendadas pelo código das melhores práticas de governança corporativa, está a necessidade de uma participação ativa e independente do conselho de administração, que pode ser alcançada por meio de uma estrutura de governança com a maior participação possível de membros independentes no conselho, pessoas distintas ocupando cargos de diretor executivo e de presidente do conselho (independência) e um conselho com número adequado de membros (tamanho).

No código de governança corporativa divulgado pela CVM encontra-se argumentos que justifica o tamanho recomendado do conselho de administração. Esses argumentos apontam que a quantidade ideal de membros leva em conta que o conselho de administração deve ser grande o suficiente para assegurar a ampla representatividade e não tão grande que prejudique sua eficiência. Assim, recomenda-se ainda que os mandatos sejam unificados, para facilitar a representação de acionistas minoritários.

De acordo com o código de governança corporativa elaborado pelo IBGC, o conselho de administração de uma empresa deve ser formado, em sua maioria, por conselheiros independentes, contratados por meio de processos formais, com escopo de atuação e qualificação bem definidos. Assim, o código presume que conselheiro independente é caracterizado por:

- I. não ter qualquer vínculo com a empresa, exceto eventual participação de capital;

- II. não ser acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ser vinculado a organizações relacionadas ao acionista controlador;
- III. não ter sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias;
- IV. não estar fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, serviços e ou produtos à empresa;
- V. não ser funcionário ou diretor de alguma entidade que esteja oferecendo serviços e ou produtos à empresa;
- VI. não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade; e
- VII. não receber outra remuneração paga pela empresa, além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).

Dessa forma, o conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao acionista, ao grupo acionário ou à parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo, consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os sócios. O código afirma, ainda, que, se um conselheiro identificar pressões ou constrangimentos do acionista controlador para o exercício de suas funções, ele deve assumir uma conduta de independência ao votar ou, e se for o caso, renunciar ao cargo.

Ainda sobre o código de governança corporativa, para complementar as características da composição do conselho administrativo, a CVM recomenda distinção de pessoas ocupantes dos cargos de presidente da diretoria e de presidente do conselho de administração. Com base nesta característica, as recomendações divulgadas pela CVM apontam que o conselho de administração fiscaliza a gestão dos diretores. E, por conseguinte, para evitar conflitos de

interesses, o presidente do conselho de administração não deve ser também presidente da diretoria ou seu executivo principal.

Segundo recomendações deste código os acordos entre os sócios não devem, de qualquer forma, vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do conselho de administração, os quais deverão cumprir fielmente seu dever de lealdade e diligência para com a sociedade, sobrepondo-o aos interesses particulares daqueles que os elegeram.

Assim, diante das recomendações do código de governança corporativa, percebe-se a importância do conselho de administração para o aumento de valor de mercado da empresa, especialmente quando ele é composto por um número maior de conselheiros independentes. Esta argumentação, inferida da leitura do código de governança corporativa, é também reforçada por Fama & Jensen (1983) que argumentaram que a inclusão de conselheiros independentes profissionais pode aumentar a efetividade das atribuições do conselho de administração, reduzindo, assim, a possibilidade de conluio dos altos executivos com o objetivo de expropriar os direitos e a riqueza dos acionistas.

### **3.5.2 Estrutura de controle e propriedade**

Segundo Leal et al. (2002), apud Coutinho (2003), a compreensão da estrutura de propriedade é de fundamental importância. Isso porque a estrutura de controle mostra o grau de diversificação de risco dos acionistas e do potencial problema de agência na gestão da firma, fruto da divergência de interesses dos diferentes participantes do processo, como acionista majoritário, acionistas minoritários, diretores, gerentes e credores.

Silveira (2002), em sua revisão teórica sobre La Porta (1998), destaca que um dos benefícios esperados pela empresa quando abre o seu capital é poder contar com mais alternativas de financiamentos, como o lançamento de suas ações no mercado de capitais, buscando investimentos de novos sócios.

Entretanto, esse benefício irá depender fortemente da liquidez dessas ações, ou seja, da possibilidade de os investidores negociarem volumes expressivos destes títulos. Dessa forma, os pequenos investidores (minoritários) podem ser vistos como atores importantes no processo de dar liquidez aos títulos financeiros negociados em bolsa de valores. Por meio desse raciocínio é que esse autor demonstra a importância de se criar mecanismos mais eficazes de proteção a minoritários, que irão se sentir mais seguros e, conseqüentemente, poderão disponibilizar mais recursos às companhias.

Para Shleifer & Vishny (1997), a estrutura de controle e propriedade é um aspecto relevante da governança corporativa, porque ela pode ser vista como a causa dos conflitos de agência, seja entre acionistas e administradores, ou entre acionistas majoritários e minoritários.

Com base nisso, Carvalhal da Silva (2002) destaca algumas considerações, extraídas de Thomsen & Pedersen (1997), tais como:

- i. a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma;
- ii. a separação entre controle e propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários;
- iii. a identidade e a origem do capital dos proprietários (estrangeiro, familiar, estatal, institucional) são indicativos de suas estratégias e prioridades;
- iv. a liquidez da propriedade irá afetar a preferência temporal dos proprietários e o comportamento dos investimentos das corporações;
- v. os acionistas que possuem carteiras diversificadas não serão avessos a uma postura de maior risco da firma, ao passo que os proprietários com parcela significativa de sua riqueza em uma única firma tendem a propor estratégias corporativas de baixo risco.

Embora Jensen & Meckling (1976) tenham concluído que a concentração de propriedade pode ser benéfica para a avaliação das corporações, isto porque os grandes acionistas tendem a monitorar melhor os administradores, a concentração de direitos de votos nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada também a um maior grau de expropriação dos acionistas minoritários, já que grandes acionistas poderão auferir benefícios privados do controle, que não são divididos com os minoritários (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta et al., 2002)

Com base nisso, segundo o código de governança corporativa da CVM, as companhias abertas constituídas antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001 não devem elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, que foi estabelecido pela referida lei para novas companhias abertas. Assim, companhias que já tenham mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais não devem emitir novas ações dessa espécie. O objetivo é estimular que as companhias tenham cada vez mais o capital composto por ações com direito a voto e, conseqüentemente, menor expropriação dos direitos de acionistas preferenciais e também dos minoritários. O estatuto da companhia deverá determinar que, se a assembléia geral não deliberar pelo pagamento dos dividendos fixos ou mínimos às ações preferenciais ou a companhia não pagá-los no prazo permitido por lei, tais ações adquirirão imediatamente o direito a voto. O código ainda menciona um decreto que se a companhia ficar sem pagar dividendos por três anos, todas as ações preferenciais adquirirão direito de voto.

Segundo o mesmo código, a companhia deve tornar plenamente acessíveis, a todos os acionistas, quaisquer acordos de seus acionistas de que tenha conhecimento, bem como aqueles em que a companhia seja interveniente. Esta recomendação visa enfatizar que o conhecimento do acordo de acionistas,



assim como do estatuto social, é fundamental para que o acionista faça uma perfeita avaliação dos seus direitos e do funcionamento da sociedade.

### **3.5.3 Qualidade da governança corporativa**

Assim como o conselho de administração e a estrutura de propriedade, a qualidade da governança corporativa identificada pelos níveis classificados pela Bovespa é também um dos elementos da governança considerados neste trabalho.

E, por isso, os argumentos trazidos nesse referencial teórico derivam de reflexões sobre o próprio código de governança corporativa e dos critérios de classificação da Bovespa quanto aos níveis de governança.

Para estimular as companhias adotarem melhores práticas de governança, a Bovespa criou, em 2001, o Novo Mercado. Com níveis diferenciados de governança, a Bovespa expõe aos investidores e ao mercado a relação das empresas que se comprometem voluntariamente a atender as novas exigências previstas no código. A presença de um conselho administrativo independente e ativo, e a existência de uma câmara de arbitragem podem ser consideradas como os mecanismos criados pela Bovespa para garantir maior transparência nas informações, equidade dos direitos entre os acionistas majoritários e minoritários, bem como a diminuição dos conflitos de agência existentes entre os acionistas e administradores. Os níveis seguem uma seqüência crescente de comprometimento com as exigências dos códigos de governança corporativa. O último nível, conhecido como Novo Mercado, exige que as empresas se comprometam em emitir apenas ações com direito a voto (ordinárias) com o objetivo de amenizar os problemas decorrentes dos mecanismos de controle acionário nas companhias.

Diante disso, a estrutura de propriedade das empresas, assim como a composição do conselho de administração,, é um dos principais determinantes

do nível de governança de uma empresa. A seguir, são apontadas algumas das características de cada nível, segundo as normas definidas pela Bovespa.

▪ **Nível 1:** Fazem parte do nível 1 as empresas que se comprometem a:

a) manter um percentual mínimo de ações em circulação, inclusive, após uma operação de alienação de controle, quando o comprador, se necessário, tomará as medidas cabíveis para recompor esse percentual;

b) elaborar e divulgar demonstrações financeiras e informações trimestrais, observando os requisitos estabelecidos nos regulamentos, como as demonstrações do fluxo de caixa e outras informações consideradas relevantes para um maior entendimento da companhia;

c) manter esforços para alcançar a dispersão acionária por meio da adoção de procedimentos especiais, como, por exemplo, a garantia de acesso a todos os investidores interessados, ou a distribuição a pessoas físicas ou investidores não institucionais de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total de ações a serem distribuídas;

d) informar a posição acionária por espécie e por classe de todos investidores que possuem mais do que 5% (cinco por cento) das ações de cada espécie e classe do capital social, seja de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física e

e) informar a quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas.

Diante dessas condições para as empresas aderirem ao nível 1, infere-se que a dispersão do capital acionário e um maior nível de transparência (*disclosure*) das informações financeiras são as principais exigências abordadas nesse nível.

▪ **Nível 2:** No segundo nível, as empresas adotam um conjunto mais amplo de práticas de governança corporativa, fazendo com que os acionistas minoritários tenham os seus direitos reconhecidos. Algumas das características do nível 2, acumuladas com aquelas presentes no nível 1, são (Bovespa, 2007):

a) alienação de controle da companhia, tanto por meio de uma única operação como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das demais ações dos outros acionistas da companhia;

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

c) estabelecer mandato unificado de, no máximo, dois anos para todo o conselho de administração, sendo permitida a sua reeleição e que este deverá ser composto por, no mínimo, cinco membros e que o conselho tenha, no mínimo, 20% (vinte por cento) de conselheiros independentes;

d) comprometer-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ao regulamento das práticas diferenciadas de governança corporativa Nível 2, por meio de arbitragem, nos termos do regulamento de arbitragem e

e) obrigatoriedade de realizar uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Nível 2.

Por estas características, percebe-se que, além de incluir o *disclosure* das informações, no Nível 2, as companhias se comprometem também a estender

mais direitos aos acionistas minoritários, bem como a garantir um maior grau de profissionalização do conselho administrativo.

- **Novo Mercado:** além de agregar as características dos níveis anteriores, no Novo Mercado, as companhias se comprometem a emitir exclusivamente ações ordinárias (que fornecem direito a voto nas assembleias). Além dessas características, no Novo Mercado as companhias devem proporcionar o mesmo direito, para todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores, quando da venda do controle da companhia (*tag along*).

Devido ao fato de que as companhias devem emitir apenas ações com direito a voto, no Novo Mercado, o problema de agência entre os acionistas tende a diminuir. Isso porque os controladores não poderão lançar ações preferenciais, que não possuem direito a voto e que, para Damodaran (2004), são utilizadas como uma estratégia de captar recursos pela venda da propriedade, contudo, sem perder o controle da companhia.

Com base nesses argumentos, pode-se inferir que os níveis de governança seguem uma ordem crescente de complexidade, direcionando-se a um ambiente corporativo com maior proteção legal aos *stakeholders*. Desse modo, considerando que os dividendos são as principais fontes de remuneração dos acionistas, e causador de conflitos entre majoritários e minoritários, conclui-se que, na medida em que as companhias aderem a novos níveis de governança, ela vai sendo influenciada pelas regulamentações do ambiente legal, com isso, diminuindo os conflitos de agência e, conseqüentemente, menor expropriação dos direitos dos minoritários. O trabalho de Carvalho da Silva (2002) corrobora essa conclusão, pois foi identificou, em seu estudo, que, conforme o previsto pela teoria, empresas com grande concentração dos direitos de voto nas mãos do controlador têm baixo pagamento de dividendos, indicando que acionistas majoritários tendem a expropriar os direitos de pequenos investidores.

### **3.6. Valor de mercado e desempenho**

Embora tanto o valor de mercado quanto o desempenho da empresa sejam medidas que refletem a geração de riqueza para os proprietários, o presente estudo considera diferenças conceituais dentre essas medidas, destacadas a seguir.

O desempenho deve ser interpretado como uma métrica essencialmente contábil, assim como destacaram Bigham & Gapenski (2001). Esses autores argumentaram que o desempenho, ou a lucratividade, é o resultado líquido de um mix de políticas e decisões, que refletem os efeitos combinados da liquidez, o gerenciamento de ativos e a dívida sobre os resultados operacionais.

Já quanto aos índices de valor de mercado, os mesmos autores afirmam que eles são utilizados para proporcionar aos gestores uma indicação do que os investidores pensam, não somente a respeito do desempenho passado da empresa, mas também com relação às suas perspectivas futuras, em especial aos fluxos de caixa da empresa.

Damodaran (2004), em uma análise mais detalhada sobre o valor de mercado, argumenta que não importa como os mercados são estruturados; o preço de mercado de um ativo é uma estimativa do seu valor. Por isso, investidores fazem avaliações do preço baseados em suas expectativas para os fluxos de caixa futuros. Essas expectativas são formadas com base em informações relacionadas à empresa e que são disponíveis no mercado financeiro, seja referente aos desempenhos passados da empresa, ou também relacionada às informações públicas disponíveis em relatórios anuais. Sendo assim, o preço de mercado, ou o valor da empresa, representa o preço no qual o mercado se equilibra, isto é, no qual a demanda (compra) é igual à oferta (venda).

Em função disso, Damodaran (2004) faz algumas críticas sobre o quão bem a contabilidade mensura o valor de um ativo. Para este autor, existem

algumas discordâncias quanto à eficiência dos demonstrativos contábeis, como forma de mensurar o verdadeiro valor dos ativos investidos. As razões para isso podem ser descritas da seguinte forma:

- o valor contábil dos ativos, que reflete o custo histórico, não é uma boa medida do valor de mercado corrente desses ativos, especialmente porque os ativos envelhecem e o ambiente macroeconômico se modifica;

- para ativos negociados publicamente e com um valor de mercado observável, o valor de mercado é uma estimativa melhor do valor corrente dos ativos do que o valor contábil. Assim, o próprio mercado, por meio de seus investidores, tem muito mais chance de refletir as informações atuais e o valor de um ativo do que os custos históricos originais, ajustados por um cronograma de depreciação que pode não ser condizente com a realidade;

- o conservadorismo deve ser visto como uma virtude da contabilidade, mas, o valor de mercado de um ativo deve refletir a melhor estimativa possível, o que não quer dizer que seja a mais conservadora, definida pelos princípios contábeis.

O autor ainda destaca a importância da contabilidade em ser cautelosa, quando proporcionar às empresas a flexibilidade para estimar o valor de ativos não-negociados. Isso porque algumas empresas podem utilizar de forma inadequada esse procedimento de superestimar ou subestimar o seu valor e, assim, gerar informações distorcidas ou enganosas aos investidores participantes do mercado financeiro.

Relacionando o valor de mercado e o desempenho com as características do conselho de administração, como o tamanho, a independência e a distinção dos diretores executivos, diversos estudos já foram realizados, tanto no Brasil quanto internacionalmente. Em pesquisas brasileiras recentes, como as de Leal & Oliveira (2002), realizou-se levantamento sobre as principais práticas de conselhos no Brasil, encontrando-se baixa proporção de conselheiros

independentes; quanto ao tamanho identificou-se que metade dos conselhos era muito pequena ou muito grande. Além disso, constataram-se, ainda, a ineficácia de seus comitês e procedimentos poucos formais.

Já Silveira, Barros & Fama (2003) analisaram o impacto do tamanho, da composição e da separação dos cargos de diretor executivo e diretor do conselho sobre o valor das empresas no Brasil. Segundo resultados dessa pesquisa, empresas com pessoas distintas ocupando esses cargos são mais valorizadas pelo mercado. Além disso, constatou-se baixa correlação entre tamanho e valor de mercado e os autores argumentaram que existe um número ótimo para o tamanho do conselho de administração, sinalizado por uma relação quadrática significativa com a rentabilidade da empresa.

Com relação a trabalhos internacionais, Bhagat & Black (1999) verificaram que os conselhos de empresas americanas, compostos por maioria de membros independentes, se comportam de forma diferente daqueles com predominância de membros internos (*insiders*). Os autores concluíram que o fato de existir uma maioria de conselheiros independentes não significa dizer que a empresa possua desempenho e valores de mercado maiores. Dessa forma, os pesquisadores sugerem que deve haver uma quantidade moderada de membros internos no conselho de administração.

Em pesquisas mais recentes, Helland & Sykuta (2005) apontam que conselhos de administração com uma concentração maior de diretores executivos (*insiders*) são menos efetivos em suas atividades de monitorar as decisões dos administradores.

Já outros autores, como Wagner et al. (1998), assim como Barnhart & Rosenstein (1998), encontraram uma relação curvilínea entre desempenho, valor de mercado e proporção de independentes. Isso sugere que conselhos de administração com uma proporção equilibrada entre executivos e não executivos tendem a apresentar resultados melhores.

Hermalin & Weisbach (2003), em pesquisas no mercado norte-americano, constataram que uma maior proporção de conselheiros externos não é associada a um desempenho superior da empresa, mas a melhores decisões corporativas em questões como aquisições, remuneração dos gestores e substituição do CEO. Os mesmos autores relataram, ainda, que o tamanho do conselho é negativamente relacionado com o desempenho das empresas e, conseqüentemente, com a qualidade das decisões tomadas. Nesse mesmo sentido, reforçaram resultados de pesquisas anteriores no mesmo mercado, como a de Yermack (1996), que encontrou relação inversa entre o tamanho do conselho e o valor da empresa, concluindo que empresas com conselhos maiores apresentam menor valor de mercado.

Percebe-se, então, que ainda não existem evidências suficientes que apontem para um consenso quanto à estrutura ideal do conselho de administração que monitore tanto as decisões dos administradores em busca de melhores índices de desempenho operacional da empresa quanto a implementação de estratégias que aumentem o valor de mercado da empresa. E essa dissensão entre os pesquisadores parece tomar dimensões ainda maiores quando se comparam mercados financeiros diferentes e com características peculiares quanto à proteção legal dos investidores, culturas nacionais e nível de desenvolvimento de seu mercado de capitais.



## **4 METODOLOGIA**

O presente trabalho propõe-se a identificar a relação da composição do conselho de administração com o desempenho e com o valor de mercado dos proprietários das empresas brasileiras de capital aberto. A governança corporativa será abordada mediante a consideração de três características do conselho de administração: o seu tamanho, a sua independência e a distinção ou não de pessoas ocupantes dos cargos de direção do conselho de administração e da direção executiva da empresa. Já o valor de mercado será representado neste trabalho pelo valor da firma, que refletirá a percepção dos investidores quanto à valorização da companhia no mercado financeiro e, por último, o desempenho será referenciado por uma métrica contábil.

Nesta seção apresenta-se o tipo de pesquisa, incluindo o modelo, a amostra e o tipo de coleta de dados, além do método estatístico utilizado para a análise dos dados. Por último, faz-se um resumo da descrição das variáveis utilizadas.

### **4.1 Tipo de pesquisa**

No presente estudo, utilizou-se, como base para análise, o método quantitativo. Assim, conforme destacado por Marconi e Lakatos (2005), esse método permite, por meio da manipulação estatística, comprovar as relações de fenômenos entre si para obter generalizações sobre a sua natureza, ocorrência ou significados.

Para a classificação da pesquisa, toma-se como base a taxonomia apresentada por Vergara (1998), que a divide e a qualifica em relação a dois aspectos: quanto aos fins e quanto aos meios.

Por isso, considerando o objetivo da pesquisa, de identificar a relação das características do conselho de administração com o valor de mercado e o

desempenho das empresas brasileiras de capital aberto, esta pesquisa parte de uma relação causal dentre as variáveis. Assim, quanto aos fins, ela enquadra-se como pesquisa causal. Para Cooper & Shindler (2003), a finalidade deste tipo de pesquisa é saber como uma variável afeta ou é “responsável” por mudanças em outra variável.

Quanto aos meios, refere-se a uma pesquisa ex-post-facto e bibliográfica. Ex-post-facto, pelo fato de as informações observadas em estudo já terem ocorrido. Segundo Gil (1989), uma pesquisa é dita ex-post-facto quando as variáveis já chegam prontas para análise do pesquisador, sendo impossível fazer alterações. Dessa forma, Vergara (1998) recomenda esse tipo de investigação quando o pesquisador não pode controlar ou manipular variáveis, porque suas manifestações já ocorreram, não sendo mais passíveis de quaisquer alterações. O método de pesquisa é também classificado como bibliográfica, pois refere-se à utilização de dados secundários, acessíveis ao publicamente, assim como livros, artigos e demonstrações financeiras, dentre outras.

Assim, a relação das características do conselho de administração com o valor de mercado e com o desempenho das empresas de capital aberto será analisada segundo um levantamento de dados secundários, analisados conforme resultados empíricos e evidências teóricas encontradas em livros, teses/dissertações e artigos publicados em periódicos nacionais e internacionais.

#### **4.2 Modelo conceitual da pesquisa**

O modelo demonstrado na Figura 4 representa o objetivo geral do trabalho, que é buscar identificar a relação das características do conselho de administração (tamanho, independência e distinção de pessoas nos cargos de presidência executiva e presidência do conselho) com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

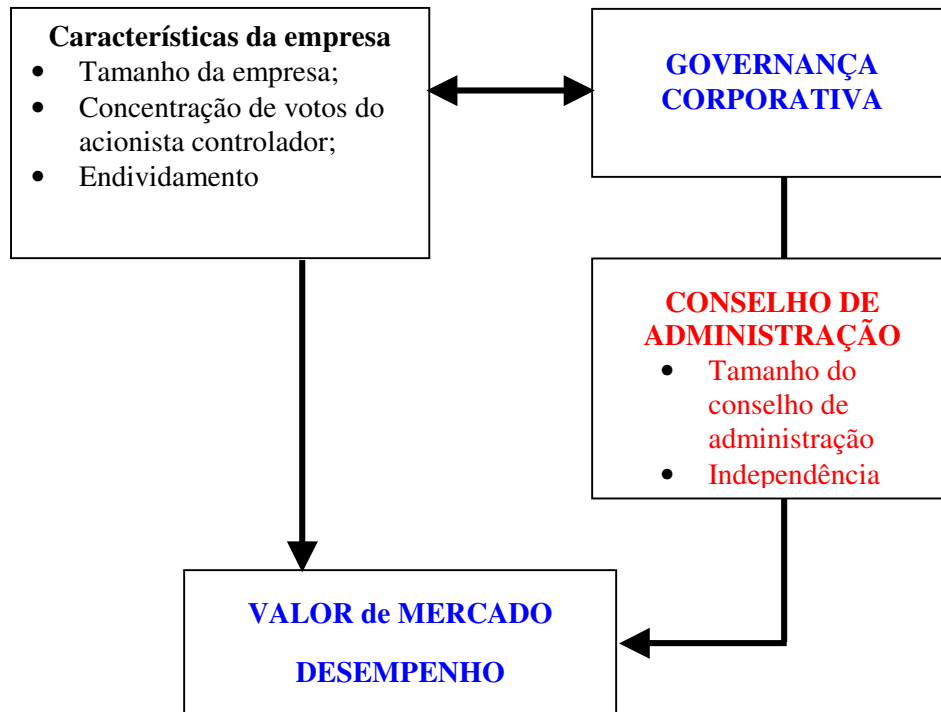


FIGURA 04: Modelo conceitual de pesquisa

Para atingir este objetivo, foram selecionadas algumas características da empresa, como tamanho, percentual de ações ordinárias em posse do acionista controlador e endividamento total, no intuito de isolar ou controlar o efeito destas variáveis que supostamente interferem tanto no desempenho quanto no valor de mercado das empresas.

A justificativa para a inclusão tais variáveis de controle está na expectativa de tornar o modelo conceitual mais próximo da realidade. Em outras palavras, verificar a relação entre valor de mercado e desempenho com as características do conselho de administração envolve também considerar outras características das empresas como tamanho, estrutura de propriedade e política

de endividamento. Dessa forma, este modelo de pesquisa permite ao pesquisador identificar se tanto o valor de mercado quanto o seu desempenho são explicados por aquelas características da empresa e, posteriormente, controlar o efeito delas. Assim, torna-se possível analisar o efeito somente das características do conselho de administração, como tamanho do conselho, independência e distinção das pessoas que ocupam os cargos da diretoria.

Este modelo conceitual permite obter uma visão panorâmica do conjunto de fatores que interferem no valor de mercado e no desempenho das empresas de capital aberto. Assim, pode-se reinterpretar o problema de pesquisa deste trabalho como sendo o de verificar não somente se as características do conselho de administração explicam as variáveis de valor de mercado e desempenho, mas também sem desconsiderar o efeito de outras variáveis, denominadas no modelo como características da empresa. Por fim, enxerga-se que também existe uma relação direta entre governança corporativa e as características da empresa, pois tanto a estrutura de propriedade quanto a política de endividamento expressam formas diferentes de monitorar as decisões dos administradores, seja pelo acionista controlador ou pelos credores que prestam o serviço da dívida. O tamanho da empresa pode ser um fator determinante quanto às características de governança corporativa, dada a sua relevância nas diferentes formas de monitoramento dos administradores.

### **4.3 População, amostragem e coleta de dados**

A população observada compreende todas as companhias brasileiras de capital aberto com títulos negociados na Bovespa. As empresas com capital fechado não foram incluídas na pesquisa porque apenas as empresas de sociedade anônima são obrigadas a divulgar seus demonstrativos financeiros ao mercado, sob regulação e fiscalização da CVM. Essas informações divulgadas ao mercado irão compor a base de dados que serão considerados para responder

aos objetivos definidos neste trabalho. Portanto, a confiabilidade e a veracidade das informações referem-se às fontes consultadas, que serão citadas adiante.

Os dados da Tabela 1 demonstram a relação tanto das companhias de capital aberto quanto das companhias que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores, representando a população estudada. Infere-se, pelos dados desta tabela, que uma quantidade significativa de companhias abertas não possui negociações de seus títulos na Bovespa, tendo sido excluídas, então, da população escolhida para o escopo deste trabalho.

TABELA 1: Companhias de capital aberto e com ações negociadas na Bovespa

<b>Ano</b>	<b>Companhias de capital aberto</b>	<b>Companhias de capital aberto com ações negociadas na Bovespa</b>
2002	827	424
2003	783	395
2004	711	368
2005	650	358
2006	620	339
2007	632	352

Fonte: CVM 2007

Diante dos critérios apresentados, o tipo de amostragem pode ser caracterizado como não probabilística, que Malhotra (2001) define como uma técnica que não utiliza seleção aleatória. Por meio dela, a amostragem ainda pode ser caracterizada como sendo não probabilística por julgamento em que o julgamento é uma forma de amostragem em que os elementos da população são selecionados com base em critérios do pesquisador. Este pode escolher os elementos incluídos na amostra, pois os considera representativos da população de interesse ou apropriados por algum outro motivo.

Vale destacar, ainda, que esse tipo de amostragem, conforme Malhotra, não permite que os resultados sejam generalizados para a população. No caso deste trabalho, alguns critérios de composição das empresas amostradas foram previamente definidos, com o objetivo de aumentar o poder de inferência dos

efeitos da governança corporativa, definida pelo conselho de administração, sobre o valor e o desempenho das empresas.

Estabeleceu-se ainda um critério para representar o tamanho da amostra considerada como objeto de estudo. Para tanto, foram consideradas apenas as companhias abertas listadas na Bovespa cujas ações apresentaram liquidez mínima no período compreendido entre 2004 a 2006. Isso significa que, de acordo com o índice Economática, elas obtiveram índice de liquidez anual maior que 0,001% em cada um dos anos estudados. Dessa forma, permaneceu na composição da amostra o mesmo conjunto de empresas nos três anos de análise.

A fórmula utilizada para o cálculo da liquidez das ações (LQ) é a mesma utilizada pelo sistema de informações da Economática, representada por:

$$LQ = 100 \times \left( \frac{p}{P} \right) \times \sqrt{\left( \frac{n}{N} \right) \times \left( \frac{v}{V} \right)}$$

Em que:

LQ = liquidez da ação;

p = número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado;

P = número total de dias do período analisado;

n = número de negócios com a ação no período analisado;

N = número de negócios com todas as ações no período analisado;

v = volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado;

V = volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

Além disso, a amostra inclui apenas as companhias não financeiras, excluindo-se, ainda, as empresas sem informações disponíveis ou incompletas e cujas ações não foram negociadas na Bovespa durante o mês de dezembro de cada ano da amostra. Estas restrições são justificadas uma vez que as instituições financeiras apresentam contas diferenciadas em seus demonstrativos e características peculiares desse setor de atividade. Quanto à disponibilidade das

informações, a exclusão de dados incompletos justifica-se pelo objetivo de buscar uma maior inferência dos resultados. E, por último, foram excluídas as ações que não tiveram negociações na Bovespa em dezembro de cada ano pois foi definido esse período como referência dos valores de mercado das companhias.

Para se chegar-se à amostra final, após implementados os critérios de seleção citados, foram excluídas as empresas que tiveram observações válidas somente em um ou dois dos três anos de análise, permanecendo o mesmo grupo de empresas ao longo do tempo.

Assim, o grupo de empresas que permaneceu na amostra está listado segundo os setores de atividade demonstrados na Tabela 2.

TABELA 2: Relação das companhias segundo o setor de atividade

<b>N</b>	<b>Empresas</b>	<b>Setor</b>
1	Aços Villares	Siderurgia & metalurgia
2	AES Tietê	Energia elétrica
3	Alpargatas	Têxtil
4	Aracruz	Papel e celulose
5	Arcelor BR	Siderurgia & metalurgia
6	Bradespar	Outros
7	Braskem	Química
8	CCR Rodovias	Transporte serviços
9	Celesc	Energia elétrica
10	Comgás	Petróleo e gás
11	Copel	Energia elétrica
12	Coteminas	Têxtil
13	Duratex	Outros
14	Eletrobras	Energia elétrica
15	F Cataguazes	Energia elétrica
16	Ferbasa	Siderurgia & metalurgia
17	Forjas Taurus	Siderurgia & metalurgia
18	Fosfertil	Química
Continua...		

<b>N</b>	<b>Empresas</b>	<b>Setor</b>
18	Fosfertil	Química
19	Fras-Le	Veículos e peças
20	Gerdau	Siderurgia & metalurgia
21	Gerdau Met	Siderurgia & metalurgia
22	Globex	Comércio
23	Guararapes	Têxtil
24	Iochp-Maxion	Veículos e peças
25	Ipiranga Pet	Petróleo e gás
26	Ipiranga Ref	Petróleo e gás
27	Itausa	Outros
28	Klabin	Papel e celulose
29	M&G Poliest	Química
30	Magnesita	Minação
31	Mangels	Siderurgia & metalurgia
32	Marcopolo	Veículos e peças
33	Petrobras	Petróleo e gás
34	Randon Part	Veículos e peças
35	Rossi Resid	Construção
36	Sabesp	Outros
37	Sadia	Alimentos e bebidas
38	Saraiva Livr	Outros
39	Souza Cruz	Outros
40	Suzano Papel	Papel e celulose
41	Tele Norte Celular	Telecomunicações
42	Telemig Celul Part	Telecomunicações
43	Tim Participações	Telecomunicações
44	Transmissão Paulist	Energia elétrica
45	Ultrapar	Química
46	Unipar	Química
47	Usiminas	Siderurgia & metalurgia
48	Vale Rio Doce	Minação
49	Votorantim C P	Papel e celulose

Fonte: Classificação dos setores definida e disponibilizada pela Economática



A inclusão dos diferentes setores da economia em um único banco de dados, teoricamente relacionando empresas de diferentes ciclos operacionais e características diferenciadas entre os ramos de atividade, deve-se ao fato de o objeto de estudo não depender do setor em que a empresa atua. Ou seja, o código de governança corporativa considera as mesmas recomendações quanto às características e às atribuições do conselho de administração.

Assim, o enfoque principal desta pesquisa é verificar o efeito das estruturas do conselho de administração sobre o valor de mercado e o desempenho das empresas de capital aberto. Além disso, o fato de a Economática classificar as empresas em um total de 17 categorias distintas, sendo considerada uma classificação específica quanto ao tipo de atividade, inviabiliza a operacionalização de um número elevado de setores em um modelo econométrico.

Já quanto ao tipo de controle acionário, classificados pelos critérios da CVM, a composição da amostra se apresentou da forma como segue na Tabela 3:

TABELA 3: Origem do controle acionário das empresas

Controle acionário	Ano			Total (%)
	2004 (%)	2005 (%)	2006 (%)	
<b>1 Privada Nacional</b>	34	34	31	<b>68,6</b>
<b>2 Estatal</b>	4	3	3	<b>8,5</b>
<b>3 Estrangeira</b>	3	5	5	<b>6,5</b>
<b>4 Nacional holding</b>	5	4	7	<b>10,5</b>
<b>5 Estatal holding</b>	2	2	2	<b>3,9</b>
<b>6 Estrangeira holding</b>	1	1	1	<b>2,0</b>
	<b>Total</b>			<b>100</b>

Fonte: Dados da pesquisa

A natureza do controle acionário para a maioria das empresas estudadas concentrou-se no tipo privada nacional, com 68,6% da amostra total. Os tipos de

controle estatal, estrangeira, nacional holding, estatal holding e estrangeira holding representaram, juntos, 31,4% da outra parcela da amostra em análise. Então, algumas empresas sofreram alterações no que tange à natureza do controle acionário, como privatizações e, até mesmo, o surgimento de novas empresas que são controladas por outras empresas, holdings.

Mesmo sendo operacionalizada, em alguns trabalhos sobre governança corporativa, a natureza do controle acionário não foi incluída no modelo de pesquisa deste trabalho, pois a predominância de empresas do tipo privada nacional caracterizam significativamente o perfil geral da amostra sobre esse aspecto.

Complementando a descrição das empresas incluídas na amostra, os dados da Tabela 4 demonstram como os níveis de governança corporativa, representados pelos critérios de classificação da Bovespa, estão presentes dentre as empresas selecionadas.

TABELA 4: Relação de empresas classificadas em um dos níveis de governança corporativa.

<b>Classificada nos níveis de governança corporativa?</b>		
<b>Ano</b>	<b>Não (%)</b>	<b>Sim (%)</b>
2004	60	40
2005	56	44
2006	46	54
<b>Total</b>	<b>54</b>	<b>46</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Com base nos dados da Tabela 4, percebe-se que existe forte tendência de, ao longo dos anos, as empresas migrarem para um dos níveis<sup>3</sup> de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado). Como reflexo das exigências feitas pelo mercado financeiro a partir de 2001, quando foram criados esses níveis, houve um aumento significativo do número de empresas presentes na

<sup>3</sup> Ver seção 3.5.3

amostra, de 2004 até 2006. Isso indica a sensibilidade quanto à necessidade de se adequarem às recomendações dos códigos de governança corporativa.

Por fim, os dados da Tabela 5 resumem quais foram as fontes utilizadas para a coleta dos dados.

**TABELA 5: Sistemas de informação utilizados para a coleta de dados**

<b>Fonte</b>	<b>Dados coletados</b>
DIVEXT / CVM Divulgação externa	- Número de membros do conselho (tamanho); - Número de executivos no conselho; - Separação de cargos de diretor executivo e presidente do conselho; - Percentual de ações do acionista controlador. - Setor de atividades;
Economática	- Demonstrativos contábeis; - Valor de mercado das companhias - Índice de liquidez na Bolsa.
Bovespa	- Lista das empresas classificadas em um dos níveis de governança corporativa.

Como os dados são de natureza secundária, “expost facto”, foi construído um banco de dados que permite a realização de diferentes testes estatísticos. Foram utilizados os softwares SPSS<sup>4</sup> e GRETL<sup>5</sup> e, para a tabulação dos dados, foram utilizadas as planilhas eletrônicas do Excel.

#### **4.4 Definição operacional das variáveis**

Nesta seção será apresentada uma descrição individual de cada variável selecionada no modelo conceitual. Todas elas foram sumarizadas na Tabela 6.

##### **4.4.1 Valor de mercado**

O indicador de valor de mercado utilizado neste trabalho será representado pelo valor da firma, descrito da seguinte forma:

<sup>4</sup> Statistical Package for the Social Sciences, versão 15.0

<sup>5</sup> Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library, versão 1.7

- Valor da Firma = *Firm value*

Em que:

*Firm value* - indicador calculado pelo sistema de informações Económica, utilizando a seguinte fórmula:

$$Firm\ value = \text{cotação} * \text{total de ações} + \text{debêntures CP e LP} + \text{financiamentos CP e LP} + \text{adiantamentos contratos de câmbio} - \text{disponibilidades e investimentos de curto prazo.}$$

Este indicador também foi incluído nos trabalhos de Silveira (2002 e 2004) e Okimura (2003), tendo sido considerado por ambos como uma medida alternativa do Q de Tobin. Nesses mesmos trabalhos, a metodologia do indicador *Firm value* ainda foi dividida por uma métrica contábil, com o objetivo de identificar a relação entre o valor estimado pelo mercado e seu valor histórico, representado pelo Ativo Total. Em suma, empresas com indicadores maiores que “um” (1) significa uma valorização adicional percebida pelo mercado a cada um real (1 R\$) de seu valor contábil histórico.

No entanto, neste trabalho, optou-se por não dividir o *Firm value* pelo Ativo Total, pois considerou-se que um índice que combina variáveis de natureza distintas, como um indicador contábil e um indicador de valor de mercado, propicia vieses ou distorções em sua análise, já que um indicador contábil reflete o valor histórico da empresa, independente de como os investidores avaliam e formam o preço das ações no mercado financeiro.

#### **4.4.2 Desempenho da empresa**

O monitoramento do conselho de administração sobre as decisões operacionais dos administradores pode refletir nos resultados de demonstrativos contábeis da empresa. Assim, o desempenho pode ser analisado segundo alguns indicadores essencialmente contábeis. E, como já definido neste trabalho,

diferentemente das medidas de valor de mercado, os índices de desempenho refletem informações essencialmente contábeis sobre o nível de rentabilidade das atividades operacionais da empresa.

Dessa forma, utilizaram-se os seguintes índices:

- MgLO = Margem de Lucro Operacional, calculada da seguinte forma:

$$\text{MgLO} = \text{NOPAT} / \text{Receitas líquidas}$$

Esta medida contábil reflete o quão lucrativas são as operações da empresa. Segundo Brigham, o NOPAT (do inglês *Net operating profit after taxes*) é o lucro líquido após os impostos, portanto, livre dos custos operacionais e dos impostos.

A justificativa de se utilizar esse índice está em função da necessidade de analisar o desempenho da empresa com relação à sua eficiência econômica, definida pelo resultado das decisões operacionais dos administradores.

#### **4.4.3 Composição do conselho de administração**

O conselho de administração será utilizado, neste estudo, como um elemento da governança corporativa, assim como foi realizado em trabalhos recentes no Brasil, como o de Silveira (2002) e o de Santos (2002). Portanto, o conselho de administração será referenciado com a mesma abordagem de Silveira (2002), tendo como base sua independência, tamanho e a existência ou não de diretores executivos ocupando cargos de presidência. Santos (2002) focou o seu estudo apenas na independência do conselho de administração, mas ambos os trabalhos objetivaram avaliar a relação entre o conselho e o valor de mercado das empresas brasileiras.

Separadamente, mostra-se, a seguir, a operacionalização de cada uma dessas características:

- Independência do conselho de administração – representada pela razão entre o número de membros não executivos (externos) e o número total de membros do conselho, indicada pela equação:

$$\text{INDEP} = (\text{EXT}/\text{TOTCA})$$

Em que:

INDEP = grau de independência do conselho de administração;

TOTCA = número total de membros do conselho;

EXT = número de membros não executivos da empresa (externos) no conselho;

- tamanho do conselho de administração = é dado pelo total de membros do órgão (TOTCA);
- presença de diretor executivo ocupando cargo de presidente do conselho da empresa, sendo representado por uma variável binária, em que:

DE = 1, se os cargos de diretor executivo e presidente do conselho forem ocupados pela mesma pessoa;

DE = 0, se os cargos forem ocupados por pessoas distintas.

A escolha destas variáveis como características do conselho de administração se deve ao fato de que, juntas, elas representam algumas das principais exigências presentes nos códigos de governança corporativa adotados tanto pela CVM quanto pelo instituto de governança corporativa. Por isso, elas foram incluídas, com a expectativa de que a independência do conselho, o tamanho e a distinção das pessoas que ocupam os cargos de presidência da empresa e do conselho sejam elementos condicionantes de um ambiente de proteção legal aos acionistas, conseqüentemente facilitando a redução dos conflitos de agência existentes dentre os agentes.

#### **4.4.4 Características da empresa**

##### **Tamanho da empresa**

O tamanho da empresa, segundo Demsetz & Lehn (1985), Okimura (2003), Lanzana (2004) e Silveira (2004), explica tanto o seu desempenho quanto o seu valor de mercado.

Para Demsetz & Lehn (1985), o tamanho das empresas variam dentro do setor e dentre os diferentes setores, de forma que, quanto maior, dependendo de sua posição e da competitividade em seu mercado, maior a disponibilidade de recursos e maior tenderá ser o valor de mercado de sua propriedade.

Convencionalmente, são utilizados proxies de variáveis relacionadas aos ativos e também às receitas das empresas. Alternativamente, são encontrados também trabalhos utilizando as vendas líquidas ou, até mesmo, a quantidade de funcionários da empresa, para representar o seu tamanho. Para este estudo, optou-se por trabalhar com o tamanho da empresa, definido pelo valor de seu ativo total, expresso da seguinte forma:

$$\text{Tamanho} = \text{Logaritmo Natural do Ativo Total (Ln AT)}$$

É comum encontrar pesquisas em que o tamanho é representado pelo logaritmo tanto das receitas líquidas da empresa, como a de Silveira (2004) e a Lanzana (2004), quanto do Ativo Total, como as de Demsetz & Lehn (1985) e Okimura (2003).

A escolha do ativo total para o presente estudo, em detrimento de suas alternativas, se deve ao fato de que ele tende a ter uma menor variabilidade ao longo dos anos e, por isso, tem menor probabilidade de sofrer variações do nível de atividade operacional, como as receitas líquidas ou do seu número de funcionários.

Quanto à escolha pela forma logarítmica, ela pode ser justificada pelo fato de existir uma diferença significativa entre o tamanho das companhias de

capital aberto e, dessa forma, a aplicação do logaritmo busca transformar os valores numa escala menor de diferenças entre os ativos totais, tornando-as lineares.

### **Mensuração da estrutura de controle e propriedade**

A estrutura de controle e propriedade, segundo Shleifer & Vishny (1997), é um dos aspectos mais relevantes da governança corporativa. Outros trabalhos, como o de Carvalhal da Silva (2002) e Okimura (2003), analisaram a estrutura de controle e propriedade como mecanismo da governança corporativa.

Por isso ela também é abordada neste estudo como característica da empresa, segundo a concentração de votos do acionista controlador.

- Concentração dos direitos de votos do acionista controlador

Entende-se por acionista controlador, aquele acionista que tem a posse de mais de 50% das ações ordinárias (com direito a voto). Assim, a concentração dos direitos de votos (controle) do acionista controlador pode ser calculada da seguinte forma:

$$CON = AOC / AOT$$

Em que:

CON = concentração do controle de votos do acionista controlador;

AOC = quantidade de ações ordinárias em posse do acionista controlador;

AOT = quantidade total de ações ordinárias.

Para identificar o percentual de votos em posse do acionista controlador, decidiu-se analisar apenas as estruturas diretas de controle, pelo fato de ainda não existir um consenso metodológico entre os pesquisadores, para identificar as estruturas indiretas ou piramidais de controle. Além disso, a estrutura de propriedade não é foco de estudo deste trabalho. Nos casos em que não existe



um acionista identificado como controlador, considerou-se a soma do percentual de ações em posse do grupo dos maiores acionistas e, em caso de ocorrência de um acordo de acionistas, foi considerado o percentual de controle total do bloco do acordo. Carvalhal da Silva (2003), Okimura (2003) e Silveira (2004) utilizaram metodologias semelhantes em seus trabalhos, porém, incluíram as formas indiretas de controle ou estruturas piramidais.

### **Endividamento**

A dívida será representada pelo grau de endividamento geral, que pode ser calculado da seguinte forma:

$$\text{Endividamento} = (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}) / \text{Ativo Total}$$
, ou, de forma simplificada, a seguinte expressão: 
$$\text{Exigível Total} / \text{Ativo Total}$$
.

Silveira (2002) encontrou uma relação significativa entre dívidas de longo prazo das empresas e características do conselho de administração. Este autor sugeriu que empresas que não fazem distinção entre as pessoas que ocupam os cargos de diretor executivo e de diretor do conselho, típicas de empresas familiares, tendem a serem mais conservadoras no que diz respeito à política de endividamento.

Assim, cabe ressaltar que a escolha pelo endividamento total, para o presente estudo, deve-se ao fato de que os credores, sejam de curto ou de longo prazo, têm o mesmo interesse sobre os fluxos de caixa da empresa, recebimento dos juros. E, por isso compreende-se que seus impactos no desempenho e também no valor de mercado da empresa não devem ser desconsiderados, tendo em vista que um maior endividamento tende a ser percebido como risco para os investidores e, simultaneamente, como ameaça à solvência e à rentabilidade das empresas.

#### 4.5 Método empírico e tratamentos estatísticos

Para verificar a suposta existência de uma influência significativa das características do conselho de administração sobre as métricas de valor e desempenho, foi proposto um modelo inicial geral, com base em um relacionamento linear entre as variáveis:

Valor de mercado = f (governança corporativa)

Desempenho = f (governança corporativa)

Em que:

Governança corporativa = (estrutura do conselho de administração)

Valor de mercado = f (TotCA; Indep; DE) e

Desempenho = f (TotCA; Indep; DE)

No entanto, considerou-se, durante a seleção das variáveis explicativas, que o conselho de administração, embora seja o foco deste estudo, deve ser abordado, de forma a ser possível avaliar os seus reais efeitos. Em outras palavras, é necessário isolar o efeito de outras variáveis supostamente explicativas que ultrapassam as características da governança corporativa, definidas pelo conselho de administração. Para isso, foi proposto um modelo alternativo que permite avaliar tanto o impacto do conselho de administração quanto os impactos de outras variáveis previamente definidas, o que possibilita uma maior inferência dos reais efeitos do conselho de administração sobre o valor de mercado e o desempenho das empresas. Recorreu-se, então, ao Modelo de Regressão Múltipla Hierárquica, que é apresentado no tópico seguinte.

#### 4.5.1 Modelo de Regressão Múltipla Hierárquica

A análise de Regressão Múltipla Hierárquica é um método estatístico<sup>6</sup> muito similar à regressão stepwise, mas o pesquisador, e não o software utilizado, é quem determina a ordem de entrada das variáveis nos modelos. Estatística “F” pode ser utilizada para verificar a significância de cada variável adicionada (ou um bloco de variáveis), classificada como explicativa e que assim irá refletir no coeficiente de Determinação ( $R^2$ ). Este procedimento hierárquico é uma alternativa de comparação dos parâmetros estimados para conferir a importância das variáveis independentes. Em uma forma mais complexa da Regressão Hierárquica, o modelo pode envolver uma série de variáveis intermediárias, considerando a relação de causalidade entre as diferentes variáveis.

Assim, inicialmente, no passo 1 (ou step 1) são relacionadas as variáveis explicativas específicas da empresa, chamadas de variáveis de controle, como tamanho da empresa, grau de concentração do poder de voto do acionista controlador, endividamento, em relação às variáveis dependentes, ou explicadas, definidas como o valor de mercado e desempenho das empresas.

Posteriormente, o segundo passo (step 2) consiste em testar a relação das variáveis definidas como foco desse estudo, caracterizadas pela estrutura do conselho de administração, com as mesmas variáveis definidas como dependentes, com o objetivo de checar o verdadeiro efeito do conselho de administração, isolando, assim, parte das variáveis explicativas definidas como controle. Dessa forma, consegue-se também amenizar os efeitos de possíveis variáveis omitidas na elaboração do modelo empírico.

Por último, em um terceiro passo (step 3), interações são feitas entre as variáveis sobre as características da empresa e do conselho de administração, com o objetivo de analisar o efeito sobre as variáveis dependentes, considerando

---

<sup>6</sup> Cohen & Cohen (1983).

interações entre as diferentes variáveis explicativas. A interação pode ser calculada pela multiplicação de duas variáveis que irão, assim, resultar em uma equação de regressão, como demonstrado a seguir:

$$Y = \alpha + \beta_1 X + \beta_2 Z + \beta_3 X*Z,$$

Em que:

Y = variável dependente – valor e desempenho;

$\alpha$  = intercepto;

X; Z = variáveis independentes selecionadas, definidas como explicativas;

X\*Z = interações entre as variáveis independentes, definidas pelo próprio pesquisador

$\beta_i$  = parâmetros estimados ou coeficientes da regressão (preditores das variáveis), em que  $\beta_3$  indica o parâmetro estimado da interação.

Com relação a essa equação de regressão, os testes estatísticos para os parâmetros estimados das interações devem rejeitar a hipótese nula de que  $\beta_3 = 0$ , indicando a presença do efeito das variáveis interagidas (Cohen & Cohen, 1983)

Como o modelo hierárquico envolve uma seqüência de regressões, definidas como “steps”, ou passos, espera-se que a variável dependente vá diminuindo a sua variância não explicada pelo acréscimo de variáveis no modelo. McArthur & Nystrom (1991) afirmam que, em um modelo hierárquico, as interações entre as variáveis independentes proporcionam um incremento na variância da variável explicada, assim como já definido por Jaccard et al. (1990). Percebe-se, então, que, embora não seja uma metodologia nova, o modelo de regressão hierárquica pode ser aplicado a diferentes pesquisas no campo da administração, porém, sua utilização tem sido relativamente pequena no Brasil, comparada à sua aplicabilidade em pesquisas internacionais, como as de Hill et al. (1990); Agarwal & Ramaswami (1992), Jaccard et al. (1990); McArthur & Nystrom (1991); Domke-Damonte (2000) e Calegario (2005).

#### 4.5.2 Fundamentação par a escolha do modelo econométrico

Como está sendo assumida uma relação de causalidade entre valor de mercado e desempenho sendo explicadas pela estrutura dos conselhos de administração, será utilizada uma análise de regressão linear múltipla. Segundo Gujarati (2006), esse é um método que permite ao pesquisador conhecer as possíveis relações entre a variável dependente (ou explicada) e as variáveis independentes (ou explicativas).

No entanto, para que exista uma maior inferência sobre os resultados gerados pela regressão múltipla, Gujarati (2006) argumenta que um modelo geral, estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO),

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \mu_i$$

possui algumas premissas básicas que devem ser consideradas:

**I)** o termo de erro  $\mu_i$  tem valor médio de zero, ou:

$$E(\mu_i | X_{2i}, X_{3i}) = 0 \text{ para cada } i \quad (1.0);$$

**II)** ausência de correlação serial ou:

$$\text{Cov}(\mu_i, \mu_j) = 0 \text{ } i \neq j \quad (1.1);$$

**III)** homocedasticidade ou:

$$\text{Var}(\mu_i) = \sigma^2 \quad (1.2);$$

**IV)** covariância igual a zero entre  $\mu_i$  e cada variável X ou:

$$\text{Cov}(\mu_i, X_{2i}) = \text{cov}(\mu_i, X_{3i}) = 0 \quad (1.3);$$

**V)** ausência de tendências de especificação ou:

$$\text{o modelo está corretamente especificado e} \quad (1.4)$$

**VI)** não há colinearidade exata entre as variáveis X ou:

$$\text{não há relação linear exata entre } X_2 \text{ e } X_3 \quad (1.5)$$

Dentre essas premissas, é comum encontrar em pesquisas onde empresas com características diferentes são os objetos de estudos, problemas na estimação

do modelo devido à ausência de homocedasticidade (1.2). Nesse caso, segundo Gujarati (2006), a estimação de MQO deve ser tratada de forma especial, uma vez que encontre realmente a presença de heterocedasticidade ou heterogeneidade dos resíduos.

O emprego das regressões MQO ignorando a presença da heterocedasticidade pode resultar em parâmetros com variâncias viesadas. Nesse caso, as conclusões ou inferências que forem feitas poderão ser enganosas. Esse mesmo autor argumenta, ainda, que a heterocedasticidade está presente na maioria das pesquisas econométricas, pois, ao contrário dos cientistas de áreas como a agricultura e a biologia, em economia só se considera um valor amostral  $Y$  correspondente a um valor de  $X$ . Portanto, nesses casos, a heterocedasticidade é um caso de intuição, palpites baseados em informação ou em experiências empíricas anteriores. Em outras palavras, e levando-se em conta o enfoque desse trabalho, podem ser citadas, como exemplo, as expectativas dos investidores quanto ao verdadeiro valor da empresa, bem como os fatores de risco que são inerentes aos diferentes setores da economia e, até mesmo, o nível de eficiência do mercado quanto à transparência e à assimetria de informações entre os investidores. Juntos, eles podem gerar uma probabilidade maior de encontrar problemas de heterocedasticidade nos modelos econométricos que serão especificados.

Quanto aos métodos para detectar esses problemas advindos da existência de heterocedasticidade, Gujarati (2006) cita tanto métodos formais quanto métodos informais.

Quanto ao método informal, destaca-se o método gráfico, o qual permite que o pesquisador identifique a heterogeneidade fazendo um exame dos resíduos elevados ao quadrado,  $\mu^2$ , para ver se eles apresentam algum padrão sistemático. Outro método considerado como informal é pela natureza do problema, que pode ser identificada quando se examinam amostras compostas por observações

de naturezas distintas. Como exemplo, é esperado encontrar problemas de heterocedasticidade quando se incluem em uma mesma amostra empresas com diferentes tamanhos, ou de diferentes setores e de outras naturezas distintas, típicas de uma análise *cross-section*.

Já com relação ao método formal, o autor cita a utilização de diferentes testes, como os testes de Park<sup>7</sup>, Glejser<sup>8</sup>, Goldfeld-Quandt, Bresch-Pagan-Godfrey<sup>9</sup> e de White<sup>10</sup>, entre outros. O mais comum, o teste de heterocedasticidade White, foi utilizado neste trabalho por não depender, segundo este autor, da premissa de normalidade como a maioria dos outros testes depende. Basicamente, o teste de detecção de heterocedasticidade proposto por White faz uma regressão dos quadrados dos resíduos da regressão original contra as variáveis ou regressores X originais, seus valores elevados ao quadrado e os produtos cruzados dos regressores.

Para se chegar nesta regressão proposta por White, parte-se de um modelo original, do tipo:

$$Y_1 = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \mu_i \quad (2.0)$$

posteriormente, obtendo-se os  $\hat{u}$ , então, estima-se a seguinte equação:

$$\hat{U}_i^2 = \alpha_1 + \alpha_2 (\hat{Y}_i)^2 + v_i$$

Em que:

$\hat{Y}_i$  = valores estimados por meio de (2.0).

---

<sup>7</sup> PARK, R.E. Estimation with heteroscedastic error terms. **Econometrica**, v. 34, n. 4, p. 888, Oct. 1966.

<sup>8</sup> GLEJSER, H. A new test for heteroscedasticity. **Journal of the American Statistical Association**, v. 64, p. 316-323, 1969.

<sup>9</sup> BREUSCH, T.; PAGAN, A. A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. **Econometrica**, v. 47, p. 1.287-1294, 1979. Ver também GODFREY, L. Testing for multiplicative heteroscedasticity. **Journal of Econometrics**, v. 8, p. 227-236, 1978. Ambos são conhecidos como testes Breush-Pagan-Godfrey de heterocedasticidade.

<sup>10</sup> WHITE, H. A heteroscedasticity consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroscedasticity. **Econometrica**, v. 48, p. 817-818, 1980.

$\alpha_1$ ;  $\alpha_2$  = parâmetros estimados

E a hipótese nula é que  $\alpha_2 = 0$ . Se ela não for rejeitada, pode-se concluir que não há heterocedasticidade. Essa hipótese nula pode ser testada por meio dos habituais testes  $t$  ou  $F$ . Se o modelo (2.0) for log-log, então, faz-se a regressão de  $(\log \hat{Y}_i)^2$  contra os quadrados dos resíduos.

Mesmo tendo sido detectada a presença de heterocedasticidade, o que causa viés e problemas de inferências estatísticas, White desenvolveu um processo de correção de modelos com esses tipos de problemas. Essa correção sobre os parâmetros estimados implicará em erros padrões ajustados à heterocedasticidade de White maiores ou menores que os erros padrões não ajustados, conforme cita Gujarati (2006).

Um método alternativo à correção de White é a heterocedasticidade corrigida<sup>11</sup>, que calcula uma série ponderada dos resíduos. Uma regressão OLS é realizada e os resíduos são conservados. Dada essa regressão, os quadrados dos resíduos transformam-se em variável dependente em uma regressão auxiliar, permanecendo as variáveis independentes originais somadas aos seus quadrados. Assim, os valores obtidos da regressão auxiliar são usados para construir uma série ponderada dos resíduos, constituindo-se no resultado final. Portanto, a série do peso é dada por  $(1/\sqrt{e^{y^*}})$ , em que  $y^*$  representa os valores estimados da regressão auxiliar.

Desse modo, a estimação pode ser realizada por mínimos quadrados, desde que haja uma correção da matriz de covariância dos erros para considerar a heterocedasticidade. Nesse caso, segundo Gujarati (2006), a estimação é dita robusta e o método de estimação passa a ser denominado de mínimos quadrados generalizados (MQG, ou, em inglês, *Generalized Least Square*, ou apenas GLS).

---

<sup>11</sup> Comando no programa GRETL: Menu: Modelo/Outros modelos lineares/Heterocedasticidade corrigida



Feita essa explanação sobre a detecção e a correção de heterocedasticidade em modelos de regressão, percebe-se a dificuldade de encontrar boas especificações de modelos usando MQO em pesquisas de dados econômicos e financeiros, devido às naturezas distintas entre as unidades do objeto de estudo.

#### 4.5.3 Resumo descritivo das variáveis

A seguir, a Tabela 6 mostra um resumo das definições operacionais das variáveis escolhidas para este trabalho, e além delas é ilustrado também o grupo de variáveis incluídas em cada um dos “steps” da regressão múltipla hierárquica.

TABELA 6: Resumo descritivo das variáveis

		Variável	Descrição		
<u>Valor de mercado</u>		VM	Valor da Firma (VF) = indicador fornecido pela economática		
<u>Desempenho</u>		MgOp	Lucro Operacional/vendas		
<b>GOVERNANÇA CORPORATIVA</b>	Características da empresa	Tamanho	Ln Ativo Total	<b>STEP 1</b>	<b>STEP 2</b>
		CON	Concentração de controle do acionista controlador: razão entre o valor total de ações ordinárias em posse do controlador e o valor total de ações ordinárias emitidas pela empresa		
		Endividamento	Exigível Total/Ativo Total		
	Conselho de administração	TOTCA	Tamanho do conselho de administração (número total de membros presentes no conselho de administração)		
		INDEP	Independência do conselho de administração Membros externos (EXT)/(TOTCA)		
		DE	Dummy indicando se o presidente do conselho é também diretor executivo da empresa (1) se sim; e (0) se não.		

## 5 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para responder ao objetivo deste estudo, identificar a relação da composição do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas, utilizaram-se diferentes técnicas, como análises descritivas, matriz de correlação e análises de regressão, bem como alguns testes estatísticos que confirmem a confiabilidade dos resultados. Nesse sentido, é mostrada a seguir cada uma dessas diferentes técnicas.

Na Tabela 7 estão sumarizadas todas as variáveis utilizadas para análise dos impactos do conselho de administração sobre o valor de mercado e o desempenho das empresas, sendo, para cada uma delas, dadas as suas estatísticas descritivas.

Como as características do conselho de administração (TotCA, Indep e DE) serão discutidas com um maior detalhamento mais adiante, o que mais chama atenção na Tabela 7 é o percentual de controle acionário em posse do acionistas controlador presente nas companhias brasileiras. Com média de 68,09% de ações ordinárias, o mercado de capitais brasileiro ainda pode ser considerado com pouca pulverização acionária. Esse fato favorece o surgimento de conflitos de agência entre os próprios acionistas, como já argumentavam Leal et al. (2002) e Carvalhal da Silva (2003).

Quanto à política de endividamento, verifica-se que, em média, uma parcela de 57,17% de seu capital é financiada por capitais de terceiros, seja de curto ou de longo prazo. Espera-se, pelo mix de financiamento (capital próprio ou de terceiros), que as empresas atinjam a proporção ótima de financiamentos de terceiros em sua estrutura de capital. Mesmo não fazendo parte diretamente do escopo deste estudo, a política de endividamento será analisada como forma de verificar a sua influência no valor de mercado e no desempenho das empresas

e, além disso, de incluir discussões acerca dos possíveis conflitos entre os credores e acionistas, ambos fornecedores de capital da empresa.

TABELA 7: Estatística descritiva das variáveis

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Mín</b>	<b>Máx</b>	<b>Desv. Pad</b>	<b>Curtose</b>
VM	1,00971e +007	3,03403e+0 06	75760	2,16500e +008	2,74661e+0 07	29,78
MgOp	17,50	14,90	-30,84	83,70	15,12	5,34
TotCA	10,17	9,00	3,00	26,00	5,63	0,20
Indep	0,88	0,92	0,50	1,00	0,13	0,43
LnAT	15,14	14,87	12,41	19,18	1,52	0,28
Con	68,09	65,97	30,00	100,00	18,27	-0,85
Exg/AT	57,17	57,88	7,99	94,01	16,74	0,19

Fonte: Dados da pesquisa

Diante desses resultados, identificou-se uma amplitude significativa entre a variável valor de mercado (VM), recorrendo-se, então, à logaritmização (logaritmo neperiano) dos dados, como forma de linearizar os dados dessa variável, como mostrado a seguir:

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Mín</b>	<b>Máx</b>	<b>Desv. Pad</b>	<b>Curtose</b>
LnVM	14,78	14,92	11,23	19,19	1,59	0,10

Dados da pesquisa

Dessa forma, considera-se, a partir de agora, esta variável em sua forma logarítmica ou linearizada.

A seguir discute-se com maiores detalhes como se configuram as estruturas dos conselhos de administração, destacando-se as observações consideradas significativas.

### 5.1 Estatísticas descritivas do conselho de administração

Primeiramente, com objetivo de identificar as características dos conselhos de administração presentes nas companhias brasileiras de capital aberto, são fornecidas a seguir informações descritivas sobre o tamanho e a

independência das companhias em cada um dos anos, 2004, 2005 e 2006, e, por último, uma descrição geral das composições do conselho.

### **Características do conselho de administração**

No intuito de identificar como se configuram as características do conselho de administração presentes nas empresas brasileiras de capital aberto, apresenta-se, nessa seção, um descritivo quanto ao tamanho do conselho de administração, sua independência e também sobre a distinção dos dois principais cargos de presidência das empresas.

Os dados das Tabelas 8, 9, 10 e 11 permitem constatar importantes considerações sobre o tamanho e a independência dos conselhos de administração das companhias abertas brasileiras.

**TABELA 8: Estatística descritiva do conselho de administração, 2004**

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Mín</b>	<b>Máx</b>	<b>Desvio padrão</b>	<b>Curtose</b>
TOTCA	9,97	8,0	3,0	26,0	5,46	0,62
Percentual de conselheiros externos (Indep)	0,86	0,88	0,50	1,00	0,13	-0,02

**TABELA 9: Estatística descritiva do conselho de administração, 2005**

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Mín</b>	<b>Máx</b>	<b>Desvio padrão</b>	<b>Curtose</b>
TOTCA	9,85	8,0	3,0	24,0	5,48	0,29
Percentual de conselheiros externos (Indep)	0,89	0,95	0,50	1,00	0,12	0,66

**TABELA 10: Estatística descritiva do conselho de administração, 2006**

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Mín</b>	<b>Máx</b>	<b>Desvio padrão</b>	<b>Curtose</b>
TOTCA	10,67	9,0	3,0	26,0	6,01	-0,23
Percentual de conselheiros externos (Indep)	0,90	1,0	0,50	1,00	0,12	0,91

TABELA 11: Estatística descritiva do conselho de administração presente na amostra total

	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Mín</b>	<b>Máx</b>	<b>Desvio padrão</b>	<b>Curtose</b>
TOTCA	10,17	9,00	3,00	26,00	5,63	0,20
Percentual de conselheiros externos (Indep)	0,88	0,92	0,50	1,00	0,13	0,43

Quanto ao tamanho, verificou-se que, em média, ele é constituído por 10 membros. Este número mostrou-se constante ao longo dos três anos de análise. Como os códigos recomendam entre cinco a nove membros no conselho de administração, a amostra revela uma tendência de essas empresas superarem esse tamanho previamente recomendado nos primeiros códigos de governança divulgados pela CVM e IBGC, já no ano de 2002. Como o estatuto das S.A. exige um número mínimo de três conselheiros, os resultados indicam que algumas empresas buscam, possivelmente, somente atender a essa exigência legal. Por outro lado, outras empresas mantêm um número significativamente acima da média e mediana do tamanho do conselho encontrado nas empresas, sendo constituídas por cerca de três vezes mais o tamanho máximo recomendado.

Quanto à independência dos conselhos, representada pelo percentual de conselheiros externos, verificou-se que as empresas estudadas demonstraram, em média, 88% do tamanho do conselho de administração, ou seja, é representado por pessoas independentes à direção executiva, ou, em outras palavras, por membros externos à organização. Esse número mostrou-se constante ao longo dos anos e também demonstra o cumprimento das empresas, no que tange às recomendações dos códigos de governança, de que a maioria dos conselhos deve ser constituída por pessoas externas à companhia. Embora as informações anuais da CVM demonstrem uma diferenciação apenas entre

conselheiros executivos e não executivos, considerou-se essa distinção como representações da independência do conselho.

No trabalho de Silveira (2002), que analisou as características do conselho nos anos de 1998, 1999 e 2000, o tamanho médio das companhias estudadas era de 6,7 membros e uma independência na ordem de 81% dos conselheiros constituídos por pessoas não executivas da organização. Em uma análise comparativa, esses resultados podem reforçar os argumentos que apontem uma tendência, ao longo dos anos, de as empresas aumentarem não somente a proporção de conselheiros não executivos mas também o tamanho total do conselho. Isso porque o perfil atual revelou-se, em média, com uma independência na ordem de 88% e tamanho em torno de 10 membros no conselho de administração.

Quanto aos dois cargos diretores presidentes da companhia, os dados da Tabela 12 demonstram a tendência de mobilidade das companhias em ajustar suas estruturas do conselho de administração, em função das recomendações do código de governança corporativa. Isso porque, no decorrer dos anos, aumentou o número de empresas que possuem distinção entre os cargos de diretor-presidente do conselho de administração e diretoria executiva da companhia.

TABELA 12: Relação de empresas com o mesmo diretor executivo ocupando o cargo de diretor do conselho de administração

<b>Ano</b>	<b>DE (Não)</b>	<b>DE (Sim)</b>	<b>Total</b>
<b>2004</b>	67,3	32,7	100
<b>2005</b>	77,6	22,4	100
<b>2006</b>	79,6	20,4	100
<b>Total</b>	<b>74,8</b>	<b>25,2</b>	<b>100</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Mesmo que, nos três anos de análise, um pouco mais de dois terços das companhias (66,6%) já apresente distinção das pessoas que ocupam esses cargos de presidência, tornam-se evidentes a sensibilidade e a tendência de as

companhias atenderem a essa recomendação dos códigos de governança corporativa.

No mesmo trabalho de Silveira (2002), verificou-se que, em média, 40% daquela amostra de companhias abertas era constituída por conselhos de administração que possuíam a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor-presidente do conselho e a direção executiva. Esses resultados também corroboram os argumentos que apontam essa tendência das empresas em diferenciar as pessoas que ocupam tais cargos, atendendo às recomendações da CVM.

## **5.2 Matriz de correlações**

Para verificar o grau de associação entre cada uma das variáveis, é mostrada, na Tabela 13, uma matriz de correlações. Por meio dela, considerações importantes podem ser extraídas sobre o grau de relacionamento entre as variáveis.

Sobre as variáveis do conselho de administração (TOTCA, Indep e DE), pode-se dizer o seguinte:

- quanto mais independente estiver a composição do conselho de administração, quanto ao percentual de conselheiros externos, menor a probabilidade de os cargos de diretor executivo e presidente do conselho serem ocupados pela uma mesma pessoa;

- quanto maior for o tamanho do conselho de administração, menor será a probabilidade de terem a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor executivo e diretor do conselho;

- quanto maior for o tamanho do conselho de administração, maior será a sua independência. Em outras palavras, os conselhos tendem a aumentar de tamanho por meio da entrada de novos conselheiros externos.

Estes três resultados estão de acordo com as recomendações previstas no código de governança corporativa (seção 3.2.1), já que as companhias



mostraram-se sensibilizadas com a necessidade de manter o conselho de administração mais independente e, conseqüentemente, com distinção das pessoas que ocupam os cargos de diretor executivo e diretor do conselho. Estes resultados reforçam os argumentos de Silveira (2002) em seu trabalho realizado para o período de 1998 a 2000.

TABELA 13: Matriz de correlação

<b>VM</b>	<b>MgOp</b>	<b>Contr</b>	<b>LnAt</b>	<b>ExgAt</b>	<b>DE</b>	<b>TotCA</b>	<b>Indep</b>	
1,0000	0,5490	-0,1788	0,8763	-0,0397	-0,2721	0,2699	0,3203	<b>VM</b>
	1,0000	-0,1916	0,4770	0,0756	0,0021	0,1508	-0,0238	<b>MgOp</b>
		1,0000	-0,2388	-0,1605	-0,1450	-0,0422	-0,1638	<b>Contr</b>
			1,0000	0,1403	-0,2263	0,2065	0,2993	<b>LnAt</b>
				1,0000	0,0437	-0,0160	0,1486	<b>ExgAt</b>
					1,0000	-0,2828	-0,5349	<b>DE</b>
						1,0000	0,3467	<b>TotCA</b>
							1,0000	<b>Indep</b>

5% valor crítico (bilateral) = 0,1620 para n = 147

Fonte: Dados da pesquisa

Já com relação às correlações dentre as outras variáveis, destacam-se as seguintes:

- quanto maior a independência do conselho de administração, maior será a probabilidade de acréscimos de seu valor de mercado. Este fato contribui com os argumentos de que investidores tendem a obter melhores expectativas de empresas que tenham um maior percentual de conselheiros externos e, dessa forma, valorizam mais as ações dessas companhias;

- o mesmo acontece com a análise da variável DE, pois a correlação negativa indica que a distinção de pessoas que ocupam os cargos de presidência executiva e presidência do conselho de administração tende a ser mais valorizada pelos investidores. Tanto a DE quanto a Indep apresentaram valores esperados quando relacionados com o valor de mercado, segundo as recomendações dos códigos de governança corporativa;

- já a variável tamanho do conselho de administração (TOTCA) mostrou-se positivamente correlacionada com o valor de mercado, sinalizando que as ações negociadas na bolsa são mais valorizadas quando representam companhias que possuem um número maior de membros em seus conselhos de administração. Esse fato pode ser justificado quando se verifica que as empresas com um número mínimo de membros (três) no conselho de administração o fazem apenas para o cumprimento formal do estatuto das S.A. Nesses casos, o próprio mercado acionário reage de forma negativa à valorização das ações destas companhias;

- quanto ao desempenho da empresa, definido pela margem operacional, percebe-se que a composição do conselho possui correlações significativas, sendo o tamanho (TOTCA) a variável que mais interfere, sinalizando que um número maior de conselheiros possui mais probabilidade de monitorar as decisões dos administradores. Por outro lado, o grau de independência se mostrou pouco correlacionado com o desempenho, indicando que a presença de conselheiros externos no conselho de administração tende a não estar associada com a eficiência econômica e, conseqüentemente, com a rentabilidade da empresa;

- já a variável “Contr”, que representa o percentual de controle (ações ordinárias) nas mãos do acionista controlador, apresentou sinais negativos, tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho. Isso indica que quanto mais concentrado for o poder de voto dentre os acionistas, menor a probabilidade de esta companhia ter suas ações mais bem valorizadas. Além disso, o sinal negativo com o desempenho também sinaliza que acionistas majoritários com forte concentração do poder de voto não têm sido suficientes para monitorar as decisões dos administradores com relação à maximização dos resultados econômicos da empresa. Nesse mesmo sentido, o percentual de controle do maior acionista ainda se mostrou correlacionado negativamente com a

independência do conselho de administração, possivelmente indicando uma maior probabilidade de expropriação dos direitos de acionistas minoritários, já que, nesses casos, provavelmente, eles terão menos chances de terem seus interesses representados no conselho de administração;

- por último, destaca-se também a variável tamanho da empresa (LnAt) que mostrou-se com correlações significativas com todas as outras variáveis. Os sinais positivos com o valor de mercado e o desempenho atenderam expectativas a priori, indicando que empresas maiores possuem uma maior probabilidade de serem mais valorizadas pelo mercado e, além disso, de possuírem melhor desempenho. Comparando-se com a composição do conselho de administração, identificou-se uma relação positiva entre tamanho da empresa e tamanho total do conselho, indicando que a quantidade de conselheiros pode estar relacionada com o porte da empresa. Portanto, é diferente do que se encontra nos códigos de governança, já que as recomendações do tamanho do conselho (entre 5 a 9 membros) não trazem diferenciações quanto ao tamanho da empresa. Complementando a relação entre LnAt e conselho de administração, verificou-se que quanto maior a empresa maior a probabilidade de terem conselheiros externos constituindo o seu conselho de administração. Reforçando essa relação, o sinal negativo com DE indica que empresas maiores tendem a possuir pessoas distintas ocupando os principais cargos da empresa, diretoria executiva e diretoria do conselho de administração.

### **5.3 Regressões Múltiplas Hierárquicas**

#### **Valor de mercado**

Estimou-se, inicialmente, o modelo de regressão via mínimos quadrados ordinários MQO (ou em inglês, OLS). No entanto, como foram encontrados problemas causados pela presença de heterocedasticidade, as regressões foram realizadas via mínimos quadrados generalizados (MQG) devido à necessidade de minimizar a variância dos estimadores, tornando-os mais consistentes e

confiáveis. Assim, os dados da Tabela 14 demonstram as regressões múltiplas hierárquicas realizadas, tendo o Valor de Mercado como variável dependente:

TABELA 14: Regressão Múltipla Hierárquica para o Valor de Mercado

	<i>Variável</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>estatística-t</i>	<i>p-valor</i>	
<b>Step 1</b>	Constante	1,515	0,74317	2,0386	0,04332	**
	LnAt	0,933	0,04635	20,1302	<0,00001	***
	ExgAt	-0,013	0,00408	-3,2815	0,00130	***
<b>Step 2</b>	Constante	1,185	0,75813	1,5631	0,12028	
	LnAt	0,940	0,04541	20,7064	<0,00001	***
	ExgAt	-0,018	0,00360	-5,2636	<0,00001	***
	DE	0,120	0,17273	0,6955	0,48792	
	Indep	0,357	0,43118	0,8284	0,40883	
	TotCA	0,015	0,00807	1,9426	0,05406	*
<b>Step 3</b>	Constante	-5,235	3,48588	-1,5019	0,13539	
	LnAt	1,402	0,23745	5,9064	<0,00001	***
	ExgAt	-0,024	0,00307	-7,8342	<0,00001	***
	DE	0,217	0,14677	1,4788	0,14146	
	Indep	12,834	4,24529	3,0233	0,00298	***
	TotCA	-0,458	0,11585	-3,9580	0,00012	***
	Indep*LnAt	-0,844	0,28617	-2,9526	0,00370	***
	TotCA*LnAt	0,030	0,00740	4,1381	0,00006	***
***p<0,001; **p<0,05; *p>0,01						
<b>Step 1</b>	N = 147	AIC = 574,98				
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,7386	F (2, 144) = 207,299 (p-valor < 0,00001)				
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 1,46613; p-valor = 0,480434				
<b>Step 2</b>	N = 147	AIC = 610,10				
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,792	F (5, 141) = 112,246 (p-valor < 0,00001)				
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 1,46103; p-valor = 0,481662				
<b>Step 3</b>	N = 147	AIC = 590,483				
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,835	F (7, 139) = 106,673 (p-valor < 0,00001)				
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 0,884261; p-valor = 0,642666				

Analisando-se os coeficientes de determinação ( $R^2$  Ajust.) (0,73; 0,79 e 0,83, para Step 1, Step 2 e Step 3, respectivamente) identificou-se que as variáveis independentes selecionadas (LnAt, ExgAt; Indep; DE e TotCA) indicam um forte poder de explicação destas variáveis, representando que o modelo foi bem ajustado. Este fato é reforçado pela significância estatística do teste F, a 1% de probabilidade, o que faz rejeitar a hipótese de que o efeito conjunto das variáveis independentes, de cada Step, é nulo. O teste de normalidade dos resíduos apresentou um resultado satisfatório (valor de probabilidade de 0,64), o que faz não rejeitar a hipótese de que os erros seguem em uma distribuição normal.

No Step 1, da Tabela 14, em que o valor de mercado foi explicado apenas pelas variáveis tamanho da empresa e endividamento total, obtiveram-se os sinais dos parâmetros coerentes com expectativas a priori. Isto porque empresas maiores e já consolidadas no mercado tendem a ter melhores expectativas dos investidores quanto à valorização de suas ações em Bolsa. Por outro lado, a variável que representa a política de endividamento utilizada pelas empresas, “ExgAt”, também mostrou-se significativa e o sinal negativo representa que o acréscimo de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas é entendido pelo mercado como um maior risco e, por isso, investidores tendem a valorizar menos as ações destas empresas. Um fator que reforça esses argumentos é o de que os credores, ao concederem seus empréstimos, protegem-se do risco de inadimplência introduzindo cláusulas contratuais, que restringem as políticas de investimentos, financiamentos e de dividendos dos administradores. Dessa forma, o mercado acionário tende a reagir de forma negativa no que tange o valor de mercado das ações destas empresas.

Com relação à variável “Contr”, que não foi incluída no step 1, contrariando o modelo original da pesquisa, ela foi excluída por não apresentar

resultados significativos (p-valores elevados), prejudicando a qualidade das especificações do modelo.

Já no Step 2, quando foram introduzidas as variáveis do conselho de administração (TotCA, Indep e DE), verificou-se que o valor de mercado das empresas obteve uma maior parcela explicada de suas variações, sinalizando que as expectativas dos investidores tendem a ser sensíveis quanto às características do conselho de administração. Embora apenas a variável TotCA tenha sido significativa, ela expressa que variações na quantidade de conselheiros tendem a refletir no valor de mercado das empresas. Uma possível explicação para esse fato é que empresas que mantêm um número baixo de conselheiros têm menores probabilidades de exercer com eficiência as suas atribuições de monitorar as decisões dos administradores e de transmitir um ambiente de proteção legal aos seus *stakeholders*, como os fornecedores de capital, especialmente os acionistas.

Vale destacar, ainda, que a independência do conselho de administração, Indep, não foi significativa no modelo (Step 2), sugerindo que as expectativas de valor criadas pelos investidores não são influenciadas por um maior percentual de conselheiros externos no conselho de administração. Da mesma forma, a distinção de pessoas ocupando os cargos de diretor executivo e diretor do conselho de administração, DE, também não foi estatisticamente significativa para explicar o valor de mercado, representando que os investidores não valorizam as ações de empresas em função somente desta característica.

Com relação ao Step 3, ainda na tabela 14, quando foram inseridas as interações entre as variáveis do Step 1 e do Step 2, identificou-se, pelas interações significativas (Indep\*LnAT e TotCA\*LnAT), que ambas sinalizam que a composição do conselho de administração proporciona impactos diferentes sobre o valor de mercado quanto ao tamanho da empresa. Em outras palavras, isso representa que investidores criam expectativas diferentes para empresas com perfis semelhantes quanto ao tamanho e à independência do conselho, mas

que o tamanho da empresa (LnAt) seja, possivelmente, um elemento discriminante. Com base nisso, as recomendações do código de governança corporativa quanto ao tamanho da empresa e à independência do conselho de administração não tiveram a mesma relação com o valor de mercado para empresas com tamanhos diferentes.

### **Desempenho**

Assim como foi feito para o valor de mercado, para analisar os impactos da composição do conselho de administração sobre o desempenho, foi necessário estimar, inicialmente, o modelo de regressão via mínimos quadrados ordinários MQO (ou em inglês, OLS). No entanto, devido à presença de heterocedasticidade encontrada nos resíduos, a correção deste problema fez com que os estimadores fossem obtidos via mínimos quadrados generalizados (MQG) que permite torná-los mais consistentes e confiáveis. Portanto, os dados da Tabela 15 demonstram as regressões múltiplas hierárquicas realizadas tendo o desempenho ou a margem operacional, como variável dependente:

TABELA 15: Regressão Múltipla Hierárquica para o Desempenho

	<i>Variável</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>estatística-t</i>	<i>p-valor</i>	
<b>Step 1</b>	Const	-26,697	8,56512	-3,1170	0,00221	***
	LnAt	3,430	0,56818	6,0369	<0,00001	***
	ExgAt	-0,159	0,05632	-2,8301	0,00532	***
<b>Step 2</b>	Const	-16,407	12,30050	-1,3339	0,18439	
	LnAt	2,915	0,68956	4,2274	0,00004	***
	ExgAt	-0,149	0,05395	-2,7725	0,00631	***
	DE	-1,047	2,24111	-0,4675	0,64084	
	Indep	-7,011	7,90277	-0,8872	0,37648	
	TotCA	0,321	0,12901	2,4918	0,01387	**
<b>Step 3</b>	Const	-54,757	21,9641	-2,4931	0,01383	**
	LnAt	3,467	0,70259	4,9346	<0,00001	***
	ExgAt	0,575	0,40559	1,4190	0,15812	
	DE	-0,691	2,52679	-0,2736	0,78482	
	Indep	29,266	21,9833	1,3313	0,18525	
	TotCA	0,301	0,13308	2,2664	0,02496	**
	Indep*ExgAt	-0,855	0,44392	-1,9277	0,05592	*

\*\*\*p<0,001; \*\*p<0,05; \*p>0,01

<b>Step 1</b>	N = 147	AIC = 597,268
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,218	F (2, 144) = 21,4182 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 57,3306; p-valor = 3,55475e-013

<b>Step 2</b>	N = 147	AIC = 585,05
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,221	F (5, 141) = 9,29372 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 50,6009; p-valor = 1,02839e-011

<b>Step 3</b>	N = 147	AIC = 591,77
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,256	F (6, 140) = 9,37648 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 43,6189; p-valor = 3,37503e-010

Os coeficientes de determinação (R<sup>2</sup> Aj.) na ordem de 0,21, 0,22 e 0,25, para Step 1, Step 2 e Step 3, respectivamente, indicam que as variáveis



selecionadas contribuem com cerca de 25% das variações ocorridas na margem operacional. Mesmo sendo considerada com baixo poder explicativo, esse resultado era esperado, tendo em vista trabalhos como os de Silveira (2002; 2004), que também encontraram baixos coeficientes de determinação entre conselho de administração e desempenho.

Quanto à significância estatística do teste F, as variáveis independentes, de cada modelo, mostraram-se significativas a 1% de probabilidade, rejeitando a hipótese de que o efeito conjunto dessas variáveis independentes é nulo. O teste de normalidade dos resíduos não apresentou um resultado satisfatório (valor de probabilidade abaixo de 0,10), o que faz rejeitar a hipótese de que os erros são normais. Mesmo que um dos pressupostos de uma regressão múltipla seja que os erros são normais, o modelo especificado para o desempenho foi conservado nos resultados deste trabalho, tendo em vista o objetivo de manter na amostra as mesmas empresas com as três observações em cada uma delas, já que uma solução seria desequilibrar o número de observações em cada um dos anos, o que estaria contrariando um dos critérios de amostragem previamente definidos.

No Step 1, presente na Tabela 15, onde o desempenho foi colocado como variável dependente de outras variáveis como tamanho da empresa (LnAT) e endividamento total (ExgAT), também obtiveram-se os sinais dos parâmetros coerentes com as expectativas a priori. Isto porque empresas maiores tendem a possuir maiores probabilidades de obter também um melhor desempenho, já que estas empresas tendem, além de ter uma maior representatividade em seu mercado, possuir também melhores oportunidades de investimentos, seja para incremento das vendas ou para a redução de custos e despesas operacionais.

Por outro lado, as decisões sobre as políticas de endividamento utilizadas por elas, representadas pelo endividamento total (ExgAT), apresentaram-se também significativas e o seu sinal negativo sinaliza que

aumentos da dívida, seja de curto o longo prazo, geram impactos negativos em seu desempenho, medido pela margem operacional. Uma explicação que fortalece esse argumento é a de que os administradores, pressionados pelos credores em honrar as suas obrigações, se vêem com um menor mix de estratégias em busca de maximização de seu desempenho, já que as amortizações somadas com as despesas da dívida podem impedir a aprovação de novos projetos com taxas atrativas de rentabilidade.

Da mesma forma encontrada para os resultados do valor de mercado, a variável “Contr” também não permaneceu como variável explicativa do desempenho, contrariando o modelo de pesquisa original. Ela foi excluída do modelo por não apresentar resultados significativos (p-valores elevados), prejudicando a qualidade das especificações do modelo.

No Step 2, quando as variáveis do conselho de administração foram inseridas no modelo, observou-se que apenas a variável tamanho (TotCA) foi estatisticamente significativa. Isso indica que o número de conselheiros pode ser um fator relevante no que diz respeito ao monitoramento das decisões dos gestores e, conseqüentemente, direcionando as suas decisões para estratégias que maximizem a riqueza dos acionistas da empresa. E o sinal positivo aponta que um número maior de conselheiros tende a contribuir para uma maior margem operacional.

As variáveis Indep e DE, que não foram significativas (a 10% de probabilidade), sinalizam que o percentual de independência dos conselheiros, de modo geral, não interfere na margem operacional das empresas, contrariando expectativas a priori inferidas das recomendações do código de governança corporativa.

Já no Step 3, ainda na Tabela 15, quando foram inseridas as interações entre as variáveis do Step 1 e do Step 2, foi encontrada uma relação significativa e negativa entre independência e endividamento (Indep\*ExgAt). Assim

complementam-se os argumentos do Step 2 de que o percentual de conselheiros externos (Indep) não influencia o desempenho da empresa (MgOp), a independência do conselho de administração em empresas com percentuais maiores de endividamento tende a não evitar um pior desempenho. Este fato pode ser justificado uma vez que os credores, com direitos sobre os fluxos de caixa da empresa por meio dos juros da dívida, podem restringir as políticas de investimentos, financiamentos e de dividendos dos administradores, impedindo-os de aprovarem bons projetos ou, até mesmo, de incrementar o nível das vendas. Assim, deduz-se que uma maioria de conselheiros internos, por conhecerem e já terem um determinado conhecimento e também experiência dos processos internos da empresa, tende a surgir como um diferencial positivo para que as empresas voltem a gerar um melhor desempenho, evidência encontrada em casos de empresas com níveis maiores de endividamento.

## 6 CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi identificar a relação entre a composição do conselho de administração, identificado como um mecanismo interno de governança corporativa, com o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, utilizou-se uma metodologia de análises de regressão múltipla hierárquica, que permite o pesquisador realizar uma avaliação sistematizada entre as variáveis.

Sobre o perfil das empresas, quanto à composição do conselho de administração, identificou-se que, em média, elas apresentam uma quantidade total de conselheiros acima do número recomendado pelo código de governança corporativa. Como o código não traz recomendações diferenciadas quanto ao tipo de empresa, ao setor de atividade ou ao seu tamanho, estipulando uma faixa entre cinco a nove membros, este estudo permite levantar hipóteses de que o tamanho ideal do conselho de administração é relativo, conforme características individuais da empresa, como o seu tamanho, por exemplo.

Quanto à independência do conselho, definida pelo percentual de conselheiros não executivos da companhia, percebeu-se que existe uma tendência, ao longo dos anos, de as empresas constituírem o seu conselho cada vez mais independente. Embora seja uma variável que pode ser considerada qualitativa, a independência discutida aqui é puramente quantitativa, ou seja, mesmo que um conselheiro não seja executivo da empresa, ele pode ter outros tipos de vínculos, familiares, de amizade ou, até mesmo, comerciais, o que, de alguma forma, poderia descaracterizar a independência ideal recomendada pelo código de governança corporativa.

Com relação à necessidade de distinção entre as pessoas que ocupam os cargos de presidência executiva e presidência do conselho de administração, identificou-se a sensibilidade de empresas em estarem se adequando à

recomendação legal. Esse fato reforça os argumentos que as empresas tendem a formar conselhos de administração cada vez mais independentes, incluindo o diretor do conselho de administração.

De forma geral, o perfil encontrado nas empresas estudadas foi bastante semelhante ao perfil desejado e recomendado pelos códigos de governança corporativa, indicando uma sensibilidade das empresas em se adequarem às novas práticas de governança corporativa.

Ainda sobre a composição do conselho de administração, o estudo permitiu identificar que empresas maiores tendem a ter um maior número de conselheiros, simultaneamente com um percentual maior de conselheiros externos. Essa sensibilidade está em função das novas exigências do mercado acionário e, conseqüentemente, na necessidade das empresas obterem novas fontes de financiamentos com custos relativamente menores aos capitais de terceiros comumente encontrados no mercado nacional. E essa tendência de as empresas se adequarem ao código de governança corporativa demonstra certo interesse por parte delas de participarem junto aos órgãos reguladores de mercado de estarem constituindo e consolidando um ambiente de proteção legal aos investidores. E isso tende a tornar possível um desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e, conseqüentemente, novas alternativas de investimentos para pequenos investidores, sejam eles representados por pequenas e médias empresas ou, até mesmo, por pessoas físicas, contribuindo também, possivelmente, para uma maior dispersão do controle acionário.

Embora com mais evidências de serem uma tendência, as recomendações do código de governança corporativa quanto à composição do conselho de administração, no que tange ao seu tamanho e independência, ainda não foram suficientes para que, de fato, esses fatores sejam convertidos em um melhor monitoramento das decisões dos administradores. Esse argumento resgata as conclusões de Silveira (2002) que também não encontrou evidências

que comprovem um melhor desempenho da empresa por meio das atribuições de monitoramento das decisões dos administradores pelo conselho de administração.

Assim, os efeitos da governança corporativa, definida pelo conselho de administração, sobre o valor de mercado das companhias brasileiras, demonstram que o mercado acionário tende a valorizar mais as ações de empresas com um conselho de administração composto por um maior número de conselheiros.

Silveira (2002) encontrou um tamanho ótimo de 6,7 membros em sua amostra, para um período anterior à criação do novo mercado pela Bovespa e, por isso, pode-se dizer que uma sensibilidade maior seja identificada nas empresas após os escândalos corporativos em mercados acionários considerados seguros, como o americano em 2000 e, também, após as estratégias criadas pela Bovespa e pela CVM de incentivar as empresas a aderirem aos níveis diferenciados de governança corporativa. E, nesse sentido, evidências encontradas sugerem uma readequação do código de governança corporativa frente à nova realidade corporativa que vem se instalando, em especial no que tange ao tamanho ideal e grau de independência do conselho de administração, tendo em vista as características individuais das empresas, como tamanho, política de endividamento, ou até mesmo a sua estrutura de propriedade.

Com relação à independência do conselho de administração e ao valor de mercado das empresas, constatou-se que a presença de conselheiros externos, ou maior nível de independência do conselho, é percebida pelo mercado como um fator positivo dentro de uma faixa ótima, conforme o tamanho da empresa. Acima ou abaixo desta faixa, os fornecedores de capital, em especial os acionistas, tendem a fazer com que os ativos financeiros dessas empresas percam valor no mercado acionário.

Já com relação ao desempenho da empresa e com o conselho de administração, foi encontrada relação positiva entre quantidade de conselheiros e margem operacional. Embora, de forma similar ao valor de mercado, não seja possível apontar um tamanho ótimo para o conselho de administração, as constatações apontam que as decisões dos administradores, em especial sobre as operações da empresa, são monitoradas de forma mais eficiente por conselhos que possuem uma quantidade maior de conselheiros. Quanto à independência destes conselheiros, embora não tenha sido encontrada uma relação significativa direta com o desempenho, este pode ser um fator positivo quando estiver presente em empresas que não possuam endividamentos elevados. Ou seja, o objetivo de monitorar as decisões dos administradores, por meio de conselheiros externos à empresa, pode provocar efeitos inversos ao desempenho quando somadas com uma possível pressão dos credores que almejam os fluxos de caixa por meio dos juros sobre os empréstimos concedidos.

Assim, a independência do conselho de administração, percebida pela presença de membros não executivos, pode ser um eficiente mecanismo em busca de um melhor índice de desempenho, com exceção nos casos de empresas que possuem elevados índices de endividamento, o que faz com que os credores restrinjam as decisões dos administradores por meio de cláusulas contratuais. E, nesta situação, pode ser entendido que conselheiros internos, conhecedores dos processos internos da empresa, tendem a obter mais probabilidade de redirecionar os resultados da empresa em busca de um melhor nível de rentabilidade operacional.

### **6.1 Considerações finais**

Identificada a relação do conselho de administração com o desempenho e o valor de mercado das companhias abertas brasileiras, pode-se dizer que o conselho de administração exerce uma influência maior sobre o valor de mercado. Este argumento fundamenta-se em melhores ajustamentos estatístico

de seus modelos, fato que permite sugerir que a composição do conselho de administração tende a gerar impactos mais significativos na percepção dos investidores, quanto ao valor de mercado da companhia, do que propriamente no monitoramento dos conselheiros sobre as decisões dos administradores em busca de um melhor desempenho.

Como limitações do estudo, apontam-se, primeiramente, o baixo tamanho da amostra estudada, já que o critério de amostragem utilizado, liquidez dos papéis negociados na bolsa de valores, impediu que um maior número de empresas fosse inserido neste estudo. Isso porque, contrariando-se esse critério de seleção, se estaria, possivelmente, considerando que o valor de mercado das empresas com ações de baixa liquidez na bolsa é, de fato, o valor definido pelas expectativas dos investidores de mercado, hipótese muito forte para ser confirmada.

Outra limitação refere-se à operacionalização da variável de independência do conselho de administração (Indep), pois, embora a CVM diferencie os tipos de conselheiros como internos ou externos à organização, isso não garante que os conselheiros não tenham outros tipos de ligações, laços parentescos ou de amizade, com os diretores executivos, acionistas ou também com os credores, o que, de alguma forma, estaria descaracterizando a independência recomendada pelo código de governança corporativa.

Além disso, pode ser apontada também como uma limitação a consideração somente do conselho de administração como forma de identificar os impactos da governança corporativa sobre o valor de mercado e o desempenho das empresas. Isto porque outros fatores internos e externos à empresa, como estrutura de propriedade, sistemas de remuneração dos gestores, mercado de aquisições hostis e mercado de trabalho e de produtos competitivos, constituem um leque maior de diferentes enfoques sobre o tema.



Enfim, como sugestões para trabalhos futuros, recomenda-se que a relação entre governança corporativa e valor de mercado e o desempenho das empresas de capital aberto, seja discutida considerando os diferentes enfoques que abrangem o tema.

Quanto à metodologia, sugere-se que novas pesquisas possam dar continuidade a pesquisas quantitativas, como dados em painel, com os testes de efeitos fixos e aleatórios, e também de técnicas multivariadas que poderão contribuir para a formação de novas evidências e sugestões de uma possível readequação do código de governança, em especial no que tange ao tamanho ideal do conselho de administração para as diferentes empresas. Além disso, sugere-se também a utilização conjunta de outras variáveis dependentes, tanto de valor de mercado quanto de desempenho, para checar a consistência dos resultados dentro de uma mesma categoria de análise.

Por último, quanto ao tipo de investigação, pesquisas qualitativas também podem ser realizadas. Isso porque as características do conselho de administração, como a sua independência, serão mais bem abordadas por pesquisas mais aprofundadas, que levem em conta uma variedade maior de informações sobre o perfil dos conselheiros, e assim testar essa relação com a rentabilidade da empresa ou, até mesmo, com a percepção e a satisfação dos seus fornecedores de capitais, sejam acionistas minoritários e majoritários ou também os credores.

## 7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGARWAL, S.; RAMASWAMI, S.N. Choice of foreign market entry mode: impact of ownership, location and internalization factors. **Journal of International Business Strategy**, v.23, n.1, p.1-27, 1992.

BAKER, G.; JENSEN, M.; MURPHY, K. Compensation and incentives: practice vs. theory. **The Journal of Finance**, v.43, n.3, p.593-616, 1988.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, v.54, p.921-963, 1999.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Governança Corporativa**. Disponível em: < <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 04 abr. 2007.

BRIGHAM, E.F.; GAPENSKI, L.C.; EHRHARDT, M.C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.

CARVALHAL DA SILVA, A.L. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto**. 2002. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro. Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro.

CALEGÁRIO, C.L.L. **Economic analysis of foreign market entry strategies in the US/EU agricultural trade context**. 2005. Thesis (Doctorate of Philosophy) - Faculty of the University of Georgia, Athens, Georgia.

COHEN, J.; COHEN, P. **Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences**. Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 1983.

COOPER, D.R.; SCHINDLER, P.S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7.ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COUTINHO, E.S. **O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de Federal de Minas Gerais. Faculdade de Ciências Econômicas, Belo Horizonte, MG.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28 jan. 2007.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2.ed. Porto Alegre. RS: Bookman, 2004. 796p.

DENIS, D.; McCONNEL, J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.38, n.1, p.1-36, Mar. 2003.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v.93, n.6, p.1155-1177, Dec. 1985.

DOMKE-DAMONTE, D. Interactive effects of international strategy and throughput technology on entry mode for service firms. **Management International Review**, v.40, n.1, p.41-59, 2000.

FAMA, E.F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, n.88, p.288-307, 1980

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v.26, n.2, p.301-325, 1983.

GIL, A.C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1989.

GILSON, D. **Transparency, corporate governance and capital markets**. São Paulo: Latin American Corporate Governance Roundtable, 2000.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. 812p.

HELLAND, E.; SYKUTA, M. ,Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? **The Financial Review**, v.40, n.2, p.155-172, 2005.

HERMALIN, B.E.; MICHAEL, S. Weisbach, boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review**, v.9, p.7-26, 2003.

HILL, C.W.L.; HWANG, P.; KIM, W.C. An eclectic theory of the choice of international entry mode. **Strategy Management Journal**, v.11, p.117-128, 1990.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Pesquisa sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 26 set. 2007.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 26 set. 2007

JACCARD, J.; TURRISI, R.; WAN, C.K. **Interaction effects in multiple regression**. Newbury Park, CA: Sage, 1990.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n. 4, p.305-360, 1976

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v.57, p.1147-1170, June 2002.

LANZANA, A.P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, São Paulo, SP.

LEAL, R.P.; FERREIRA, V.; SILVA, A.L.C. da; VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v.6, p.7-18, Jan./Apr. 2002.

LEAL, R.P.; OLIVEIRA, C.L. An evaluation of board practices in Brazil. **Corporate Governance**, v.2, n.3, p.21-25, 2002. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/Insight/viewPDF.jsp?Filename=html/Output/Published/EmeraldFullTextArticle/Pdf/2680020303.pdf>>. Acesso em: 26 jun. 2007.

MALHOTRA, N.K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E.M. **Fundamentos de metodologia científica**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2005. 315p.

McARTHUR, A.; NYSTROM, P. Environmental dyanmism., complexity, and munificence as moderators of strategy-performance relationships. **Journal of Business Research**, v.23, p.349-361, 1991.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, v.48, n.3, p.261-297, June 1958.

NAKAYASU, G.N. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade São Paulo, São Paulo.

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

OKIMURA, R.; SILVEIRA, A.; ROCHA, K. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 28., 2004, Curitiba. **Anais...** Curitiba: ANPAD, 2004.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Corporate Governance** Disponível em: <[http://www.oecd.org/topic/0,3373,en\\_2649\\_37439\\_1\\_1\\_1\\_1\\_37439,00.html](http://www.oecd.org/topic/0,3373,en_2649_37439_1_1_1_1_37439,00.html)> Acesso em: 01 de set. 2007.

PEIXE, F.C.D. **Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia Administração e Contabilidade, São Paulo, SP.

SAITO, R.; DUTRA, M.G. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n.2, p.9-27, maio/ago. 2002.

SANTOS, G.Z. dos. **Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa.** 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração, Porto Alegre, RS.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v.52, p.737-783, June 1997.

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

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

SILVEIRA, A.Di M. da.; BARROS, L.A.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor da empresa no Brasil – um estudo empírico. In: SEMEAD, 6., 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP/FEA, 2003.

SILVEIRA, A.Di M. da.; LANZANA, A.P.; BARROS, L.; FAMA, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. RAUSP – Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v.39, n.4, p.362-372, out./nov./dez. 2004b.

SOARES. R.O.; KLOECKNER, G.O. Relações entre estrutura de propriedade e estrutura de capital no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2006, Vitória. **Anais...** Vitória, ES, 2006. CD-ROM.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. European ownership concentration: causes and consequences. Copenhagen: Copenhagen Business School, 1997. (Institute of International Economics and Management Working Paper).

VERGARA, S.C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** São Paulo: Atlas, 1998.

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

WAGNER, J.A.; STIMPERT, J.L.; FUBARA, E.I. Board composition and organizational performance: two studies of insider/outsider effects. **Journal of Management Studies**, v.35, n. 5, p.655–677, 1998.

WRIGHT, P.; KROLL, M.J.; PARNELL, J. **Administração estratégica** São Paulo SP: Atlas, 2000