

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS – CCJE

**ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DOS CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO
BRASILEIRO**

TALLES VIANNA BRUGNI

Orientadora: Prof^ª. Dr. Patrícia Maria Bortolon

Co-orientador: Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida

VITÓRIA
2012

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS – CCJE

**ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DOS CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO
BRASILEIRO**

TALLES VIANNA BRUGNI

Orientadora: Prof^ª. Dr. Patrícia Maria Bortolon

Co-orientador: Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida

Dissertação de Mestrado a ser apresentada ao Departamento de Contabilidade da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

VITÓRIA
2012

FICHA CATALOGRÁFICA

TALLES VIANNA BRUGNI

**ANÁLISE DAS CARACTERÍSTICAS DOS CONSELHOS DE
ADMINISTRAÇÃO NO MERCADO ACIONÁRIO
BRASILEIRO**

Dissertação de Mestrado a ser apresentada ao Departamento de Contabilidade da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Aprovado em ____ de _____ de 2012.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profa. Dra. Patrícia Maria Bortolon
UFES - Universidade Federal do Espírito Santo
Orientadora

Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida
UFES - Universidade Federal do Espírito Santo
Co-Orientador

Prof. Dr. Valcemiro Nossa
FUCAPE – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas
em Contabilidade, Economia e Finanças
Membro Externo da Banca Examinadora

A Deus e à minha família,

Dedico.

AGRADECIMENTOS

Sem atribuir nenhum tipo de ordem de importância, agradeço a todas as pessoas que participaram e contribuíram direta e indiretamente para a concretização deste projeto. Aos meus pais, fica meu eterno, contínuo e interminável agradecimento por todo suporte emocional fornecido ao longo deste período. Agradeço também a minha namorada, noiva, esposa, mulher..., Natallie Brugni que, em todas essas fases, mostrou-se sempre companheira e paciente, principalmente nos momentos mais difíceis dessa jornada.

Aos professores, registro minha eterna gratidão pelas experiências trocadas. Em especial agradeço ao Professor Alfredo Sarlo Neto – pelo qual possuo profunda admiração e respeito – pela oportunidade concedida e pela crença de que “esse baiano” pode perfeitamente realizar uma atividade proposta sem desistir; e mais, em tempo hábil, sem atrasos... quem diria hein? Hehehe.. O professor José Elias Feres de Almeida também tem lugar de destaque neste processo. Não por ser meu co-orientador, mas sim por suas contribuições, sempre pertinentes, objetivas, e que na maioria dos casos, no mínimo, me fez repensar sobre alguns conceitos.

Minha querida orientadora Patricia Maria Bortolon é sem comentários. Como diria meu colega Ricardo, ainda bem que Patrícia chegou para florear o ambiente! De forma resumida como você gosta, mas não menos importante, **MUITO OBRIGADO!**

Não posso deixar de falar dos colegas. Ahhh, os colegas... poderia escrever uma nova tese só sobre esses colegas, mas, preciso manter a coerência, ponto. Os colegas têm relação positiva e significativa no resultado do meu mestrado, com probabilidade $>$ que $|t|$ abaixo de 0,01 – uns com coeficiente fortemente positivo, outros nem tanto, outros próximos a zero, mas no final das contas não considero ninguém com relação inversa. Apesar de Ricardo e Paris serem *outliers*, eu não poderia deixar de incluí-los na amostra. Meu Deus, que injustiça não falar do prof. André, prof. Felipe que tanto me ajudaram com muitos e muitos conselhos, além de todos os outros, mas *outliers* são *outliers* e somente Ricardo e Paris podem entender o que estou falando. Vivência que talvez não volte mais com a mesma intensidade... mas a permanência será constante e intensa, seja por telefone, e-mail ou pensamento. Obrigado por tudo, Ricardo, Patrícia. Obrigado a todos os outros também. Enfim, é tempo de festa. Escrevo agora acreditando que vou me formar mestre. Caso isso não aconteça, “des agradeço” a todos..., brincadeira hehehehe. ;)

“Posso alegrar-me agora até mesmo com a demonstração de que uma teoria que estimo é falsa – isso constituiria também um êxito científico”

John Carew Eccles

“Deixarei, contudo, que o pouco que aprendi seja conhecido, de modo que alguém melhor do que eu possa adivinhar a verdade, provando e refutando meus erros com seu trabalho. Isso me dará prazer, pois terei sido um meio para trazer à luz a verdade”.

Albrecht Dürer

RESUMO

O presente trabalho teve por objetivo identificar quais os principais atributos que caracterizam conselhos de administração no Brasil, permitindo assim uma melhor compreensão das suas influências no mercado de capitais. Identificou-se que existe um alto grau de correlação entre as 31 características analisadas, sugerindo que outras pesquisas sobre o tema podem ter evidenciado relações de certas variáveis que possivelmente estavam refletindo boa parte de outras características fortemente correlacionadas. Buscou-se, pois, compreender melhor o ambiente no qual se encontram os conselhos de administração para então definir, de fato, quais são os seus principais atributos sob a ótica da variância de um conjunto maior de variáveis. A Análise Fatorial (AF) permitiu uma análise mais aprofundada das características sobre essa vertente, expurgando as correlações específicas entre elas e construindo fatores não correlacionados. A partir desse cenário, cinco índices foram construídos para refletir os fatores extraídos da AF, permitindo que estes fossem relacionados com o valor e desempenho das firmas por intermédio de regressões múltiplas, a citar: Remuneração variável, fixa, dedicação do membro ao conselho, formação básica do conselheiro e grau de instrução *stricto sensu* (mestrado e doutorado). Os resultados foram divididos em três seções: i) caracterização dos conselhos de administração no Brasil, para permitir uma melhor compreensão desse ambiente empresarial no país; ii) determinação das principais características desses conselhos, ou seja, quais características que mais explicam a variância dos dados, por intermédio da Análise Fatorial e; iii) relação entre os índices construídos com o retorno, retorno anormal, Q de Tobin, ROA e ROE, no sentido de verificar se as características que sintetizam o ambiente dos conselhos são enxergadas pelos investidores como importantes no momento do investimento. Os achados indicam que a remuneração dos conselheiros é responsável por explicar cerca de 40% da variância dos dados referentes aos conselhos, sugerindo que essa característica é de grande importância no espectro da governança corporativa, especialmente no que tange os conselhos de administração do país. Identificou-se também que o fator “remuneração fixa” influencia de forma negativa e significativa no retorno anormal e no Q de Tobin. A relação entre os outros fatores e as variáveis dependentes também foram testadas e os resultados sugerem que a dedicação dos membros ao conselho é significativa para explicar o Q de Tobin e o nível de instrução dos membros explicam significativamente o retorno, o retorno anormal e o Q de Tobin.

Palavras-chave: Conselhos de administração, mercado de capitais, análise fatorial, índices, valor, desempenho.

ABSTRACT

This study aimed to identify what are the key attributes that characterize the Boards of Directors (BoD) in Brazil, thus allowing for a better understanding of his influences on the capital market. I found that there is a high degree of correlation between the 31 analyzed characteristics, suggesting that others researches on the topic can be evidenced relationships of some variables that could be reflecting much of other strongly correlated characteristics. The main target was to better understand the environment in which the Board of Directors is inserted in order to define, in fact, what are the key attributes of these Boards under the optics of the variance of a larger set of characteristics. The factor analysis (FA) allowed a deeper analysis of the characteristics on this strand, expunging the specific correlation between them and then it built non-correlated factors. From that scenario, I built five indices to reflect the factors extracted from the FA, allowing them to be related to the value and performance of firms through multiple regressions; the factors are: both variable and fixed compensation, the Board member's dedication, basic training and degree of BoD members (master and PhD degree). The results were divided into three sections: i) characterization of Boards of Directors in Brazil, to allow a better understanding of the BoD environment in the country; ii) determination of the key characteristics of these Boards, in other words, which characteristics that explain most of data variance, through factor analysis and; iii) relationship between the built indices and the return, abnormal return, Tobin Q, ROA e ROE, in order to verify if the features that synthesize the environment of the BoD are perceived by investors as important at the time of the investment. I also found that directors' remuneration is responsible for explaining about 40% of the data variance referring to Boards of Directors, and this suggests that this characteristic is of great importance in the spectrum of corporate governance, especially regarding to the boards of Directors of the country. I have identified that the factor "fixed compensation" influences negatively and significantly both in return abnormal and Tobin Q. The relationship between the dependent variables and the other factors have also been tested and the results suggest that the dedication of the Board members is significant to explain the Tobin Q and that the level of education of the members explain significantly abnormal return, the return and the Tobin Q.

Keywords: Board of Directors, capital market, factor analysis, indices, value, performance.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AF	Análise Fatorial
CA	Conselho de Administração
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FR	Formulário de Referência
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
KMO	Estatística Kaiser-Meyer-Olkin
MBA	<i>Master Business Administration</i>
MEC	Ministério da Educação e Cultura
ROA	<i>Return on Assets</i> ou Retorno sobre o Ativo Total
ROE	<i>Return on Equity</i> ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido.
SEC	<i>Securities Exchange Commission</i>
SOX	<i>Sarbanes-Oxley</i>

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. <i>Estrutura dos conselhos de administração do Brasil</i>	56
Tabela 2. <i>Faixa etária dos conselheiros</i>	60
Tabela 3. <i>Grau de instrução dos conselheiros</i>	63
Tabela 4. <i>Outras características individuais dos conselheiros</i>	64
Tabela 5. <i>Testes de adequação da AF</i>	68
Tabela 6. <i>Fatores extraídos pelo critério de Raiz Latente</i>	70
Tabela 7. <i>Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica</i>	70
Tabela 8. <i>Resultados da Regressão (ret)</i>	78
Tabela 9. <i>Resultados da Regressão (ra)</i>	79
Tabela 10. <i>Resultados da Regressão (qtobin)</i>	80
Tabela 11. <i>Fatores extraídos pelo critério de Raiz Latente (logaritmo da remuneração)</i>	82
Tabela 12. <i>Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica (log. da remuneração)</i>	82
Tabela 13. <i>Resultados da Regressão (ret) – (logaritmo da remuneração)</i>	83
Tabela 14. <i>Resultados da Regressão (ra) – (logaritmo da remuneração)</i>	84
Tabela 15. <i>Resultados da Regressão (qtobin) – (logaritmo da remuneração)</i>	85

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. *Características inerentes aos Segmentos de listagem diferenciados de GC 40*

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. <i>Evolução do volume médio diário por grupo de investidores (em bi. de reais)</i>	42
Gráfico 2. <i>Natureza das variáveis do estudo.....</i>	46

LISTA DE FIGURAS

Fig. 1. *Aspectos que nortearam o desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil...* 38

APÊNDICES

Apêndice 1. <i>Descrição da variável do estudo</i>	97
Apêndice 2. <i>Matriz de Correlações de Spearman – estatisticamente significantes a 5%.....</i>	100

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 Contextualização e definição do problema de pesquisa	17
1.2 Objetivo geral	21
1.3 Objetivos específicos	21
1.4 Justificativa	22
1.5 Estrutura do trabalho	23
2 REVISÃO DE LITERATURA	25
2.1 Teoria da agência e estrutura de propriedade	25
2.2 Teoria contratual da firma e dos custos de transação	37
2.3 A teoria dos Stakeholders	<i>Erro! Indicador não definido.</i>
2.4 Características do conselho de administração e sua importância como mecanismo de governança corporativa	30
2.5 Códigos de boas práticas de governança no mundo e o conselho de administração ..	32
<i>2.5.1 Tamanho do conselho, composição e a característica de independência</i>	33
2.6 Governança corporativa e o conselho de administração no Brasil	38
3 METODOLOGIA	43
3.1 Caracterização da pesquisa	43
3.2 Seleção da amostra e tratamento de dados	43
3.3 Definição das variáveis	45
<i>3.3.1 Variáveis de interesse</i>	51
<i>3.3.2 Variáveis dependentes</i>	51
<i>3.3.3 Variáveis de controle</i>	51
3.4 Técnicas Multivariadas Utilizadas	50
<i>3.4.1 A Análise Fatorial</i>	51
<i>3.4.2 Desenvolvimento de índices como medida de qualidade dos conselhos de administração</i>	52
<i>3.4.3 Modelo Econométrico</i>	53
3.5 Limitações da pesquisa	54
4 RESULTADOS	56
4.1 Um panorama dos conselhos de administração no Brasil	57
<i>4.1.1 A estrutura dos conselhos</i>	57
<i>4.1.2 O “lado humano” do Board</i>	60
<i>4.1.3 Características de remuneração dos conselheiros</i>	65

4.2 Resultados da Análise Fatorial	66
<i>4.2.1 Teste de esfericidade de Bartlett e KMO como justificativas para o uso da Análise Fatorial</i>	67
<i>4.2.2 Operacionalização da Análise Fatorial</i>	68
<i>4.2.3 A Análise Fatorial e os atributos qualitativos do conselho de administração</i>	69
<i>4.2.4 Desenvolvimento de índices de qualidade dos conselhos de administração e os sinais de mercado</i>	74
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	86
REFERÊNCIAS UTILIZADAS	89
APÊNDICES	97

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e definição do problema de pesquisa

Os assuntos que permeiam o tema de governança corporativa são dos mais diversos tipos. Dentre as diversas abordagens sobre o tema, como remuneração dos gestores, estrutura de propriedade, qualidade da governança corporativa (SILVEIRA, 2002, p. 12) e expropriações de minoritários, a utilizada neste trabalho diz respeito aos conselhos de administração de uma forma mais abrangente, no sentido de identificar, dentro de uma gama de variáveis que os caracterizam, quais são os principais componentes de um conselho de administração (CA).

A maioria dos autores desta linha de pesquisa entende a governança corporativa como sendo um conjunto de mecanismos hierárquicos de controle de gestão com o objetivo de fornecer subsídios para que os fornecedores de capital se certifiquem de obter um retorno sobre seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737, LEARMOUNT, 2004, p. 16, MALLIN, 2011, p. 36). Um desses mecanismos de controle é o conselho de administração, que surge na medida em que existem divergências de interesses entre acionistas controladores, executivos da alta gestão e acionistas minoritários. Destarte, do ponto de vista dos conselhos de administração, a governança corporativa pode ser entendida como “interações entre agentes internos e externos com o objetivo de criar valor para a firma”¹ (HUSE, 2007, p. 7).

A pulverização do capital e conseqüente separação de controle e propriedade; a concentração de controle e a relação entre acionistas majoritários e minoritários; e a separação de direitos de voto e fluxo de caixa (caso do Brasil), muitas vezes acaba por gerar interesses divergentes entre acionistas controladores, executivos e acionistas minoritários (SILVEIRA, 2002, p. 3. SILVEIRA, 2004, p. 12. MALLIN, 2010, p. 15), que por sua vez dão origem a conflitos e custos de agência. Para Tirole (2006, p. 16), o conflito de agência ocorre quando os gestores não agem de acordo com os interesses dos acionistas (no caso do Brasil, quando o acionista controlador não age de acordo com os acionistas minoritários). O mesmo autor categoriza as razões para tal em quatro situações: i) esforço insuficiente dos gestores, ilustrado pelo escândalo da Procter & Gamble envolvendo grandes perdas por parte de investidores sujeitos a controles internos frágeis ou por casos onde os gestores se envolvem em outras atividades, como as de membro do conselho de administração, por exemplo; ii) investimentos

¹ “[...] interactions between internal actors, external actors, and the board members in directing a corporation for value creation.”

extravagantes, no qual os gestores se utilizam de mecanismos para enriquecimento próprio em detrimento dos acionistas; iii) estratégias de entrincheiramento, quando os gestores tomam decisões que prejudicam os acionistas a fim de assegurarem ou manterem suas posições, como foi o caso da Texaco nos Estados Unidos na década de 1980 e; iv) a autonegociação, na qual os gestores aumentam seus próprios benefícios (como o caso de Jack Welch, executivo chefe da General Electric, que em 2002 foi envolvido em um escândalo no qual papéis de seu divórcio apresentados por sua ex-esposa apresentavam indícios de que o executivo cobrira custos de vida pessoal com recursos da empresa) ou, por exemplo, casos em que os gestores optam por um fornecedor mais custoso por questões de amizade.

A teoria da agência diz que os custos de agência ocorrem quando existe assimetria de informação entre os gestores e os proprietários do capital, no qual os gestores possuem mais informações face aos acionistas e que por isso, invariavelmente, geram custos no momento em que os gestores tentam usar as informações e recursos da firma para seu próprio benefício e não para maximizar a riqueza dos acionistas (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 308).

Nesse contexto a figura do conselho de administração surge como um elemento fundamental no monitoramento dos gestores. Como representantes dos acionistas junto à gestão, os conselheiros devem agir em prol dos acionistas (LEBLANC, 2003, p. 27) no sentido de reduzir custos de agência e criar valor para a firma. Por isso, cada vez mais os investidores institucionais – entidades que investem grandes montantes no mercado de capitais, como bancos, seguradoras e fundos de investimento – e individuais têm voltado suas atenções para a governança e para o papel dos conselhos de administração, principalmente após a década de 1990, quando “[...] muitos países viram uma proliferação de códigos de boas práticas de governança corporativa”² (HUSE, 2007, p. 1).

Os códigos de boas práticas de governança corporativa surgiram, dentre outros fatores, como resposta aos diversos casos de escândalos corporativos das últimas décadas e objetivam, também, caracterizar as principais práticas que devem ser adotadas pelos conselhos no sentido de agregar valor para a firma e assegurar que o capital investido pelos acionistas tenha a destinação correta. Não possuem força de lei, embora possam servir de base para a sua evolução. A lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) é um dos casos onde as boas práticas de governança

² “[...] many countries saw a mushrooming of codes of best corporate governance practice.”

corporativa deixam de ser princípios aplicados ao mundo dos negócios para se tornar uma obrigação legal no país, afetando e aperfeiçoando práticas e controles internos tanto de empresas norte-americanas como de subsidiárias e empresas brasileiras (DA SILVA, NASCIMENTO e OTT, 2007, p. 15).

Para Huse (2007, p. 2):

Tem sido claramente demonstrado nos debates em curso que muitos dos atores, incluindo os membros do conselho de administração, investidores, o público em geral, e até mesmo os estudiosos, têm apenas uma compreensão limitada da dinâmica dos conselhos de administração e suas práticas de governança. [...] Muitas vezes há uma confusão no que diz respeito às teorias, conceitos e contextos. Está faltando uma estrutura coerente, coesa e unificadora.³

Em relação aos conselhos de administração, os códigos de boas práticas fazem diversas recomendações, desde a sua composição – indicando a necessidade de diversidade de experiências e qualificações, por exemplo –, passando por questões etárias e de funcionamento, como prazos mínimos e máximos de mandato recomendáveis para os conselheiros, disponibilidade de tempo mínimo recomendado por parte de cada membro; até questões como independência do conselheiro e segregação de funções entre presidente do conselho e diretoria.

Muitas das hipóteses de estudo na linha de pesquisa de governança corporativa fazem relação entre alguma característica de governança, desempenho e valor da firma (LOPES, 2009, p. 36, ALMEIDA, 2011, p. 53). O conselho de administração e algumas de suas características, como frequência em reuniões e independência dos conselheiros são investigados, dentre outras variáveis de governança, como explicadores do desempenho e valor das firmas. Os resultados nesse sentido são diversos e ambíguos (ZAHRA e PEARCE, 1989, p. 328, LEBLANC, 2003, p. 12), perpassando por evidências que ressaltam desde a ineficácia do conselho de administração (conforme citado por Daily, Dalton e Cannella, 2003, p. 375 e Dalton *et al.* 1998) até sua importância indispensável e fundamental para o aumento do desempenho, do valor de mercado e conseqüentemente para a sobrevivência da firma (NICHOLSON; NEWTON, 2010, p. 204).

³ “It has been clearly demonstrated in the ongoing debates that many of the actors, including board members, investors, the public in general and even business scholars, have only a limited understanding of the dynamics of boards and their governance. [...] Often there is confusion with respect to theories, concepts and contexts. A cohesive, coherent and unifying framework is missing.”

Até meados da década de 1990, grande parte da literatura internacional com enfoque sobre governança corporativa e conselhos de administração estava na realidade das grandes empresas americanas (BEBCHUCK e WEISBACH, 2009, p. 16), as quais possuem estrutura de propriedade diferente da grande maioria dos países do mundo (LA PORTA *et al.*, 1999). Ao passo que o mercado de capitais americano conta com forte presença de investidores institucionais, suas empresas possuem ações pulverizadas no mercado e existe alta proteção aos investidores, o Brasil conta com uma estrutura acionária concentrada, forte presença de famílias no controle e menor proteção, o qual pode consubstanciar fatores de diferenciação tanto em termos de características inerentes aos conselhos de administração brasileiros como nas questões relacionadas a custos de agência. Como exemplo, pode-se citar o ambiente no qual o Brasil está inserido: considerado mais fraco do que países como Estados Unidos e Reino Unido no que diz respeito à proteção dos minoritários, o ambiente nacional é caracterizado pela concentração de propriedade, que também pode gerar custos de agência. Nesse sentido, quanto maiores os custos de agência, maiores são as necessidades de monitoramento da gestão e, portanto, maiores são as necessidades de acompanhamento por parte de conselheiros eleitos por acionistas não controladores.

Existe um *gap* na literatura nacional e internacional com relação ao tipo de abordagem adotado neste trabalho. Apesar do interesse crescente em estudos acerca do papel dos conselhos de administração desde a década de 1980 (ZAHRA e PEARCE, 1989, p. 330), a maioria dos estudos sobre conselhos de administração, desempenho e valor das firmas buscam testar as mesmas variáveis (YERMACK, 1996, p. 188) – um conjunto de características restritas à composição do conselho (como tamanho do conselho, independência e, mais recentemente, a diversidade de gênero, por exemplo) – e, nesse sentido, o presente estudo visa tornar mais conhecido o ambiente no qual se encontram os conselhos brasileiros e identificar quais são suas principais características dentro de um conjunto maior de variáveis.

No que tange o aspecto dos conselhos de administração, Zahra e Pearce (1987) ganham destaque com seu trabalho pioneiro intitulado de *A model of board of director's behavior and effectiveness*, demonstrando uma “relação positiva entre os processos internos do conselho de administração e a *performance* da companhia” (ZAHRA; PEARCE, 1989, p. 323). Posteriormente, o trabalho seminal de Zahra e Pearce (1989) cria um marco sobre esta abordagem em sua forma empírica, quando demonstra a necessidade “[...] de utilizar teorias

[...], incluindo medidas de um conjunto de atributos do conselho para ir além de sua composição.”⁴ (HUSE, 2007, p. 2) – proposta base desta dissertação.

As pesquisas pioneiras internacionais de Lipton e Lorsch (1992), Yermack (1996) e Kiel e Nicholson (2003) são exemplos de pesquisas sobre o tamanho dos conselhos, e Silveira, Barros e Famá (2003) e de Andrade, Salazar e Calegário (2009) também buscaram evidências nesse sentido no Brasil. A independência dos conselheiros também é uma característica bastante avaliada tanto em pesquisas internacionais (YERMACK, 1996, p. 188) como nacionais, a exemplo de Silveira (2002, 2004), Santos (2002), Andrade *et al.* (2009), e Hermalin e Weisbach (1991) e Baysinger e Butler (1985) a nível internacional. Outros estudos também buscam relacionar outras variáveis de forma isolada, como a relação da substituição de executivos com o desempenho das firmas por Mellone Jr., e Saito (2004) e a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das firmas na China e nos Estados Unidos evidenciado por Conyon e He (2011). Nesse contexto, procurando diferenciar-se dos estudos anteriores, esta verifica uma gama maior de características dos conselhos de administração de empresas nacionais no sentido de identificar as mais importantes, bem como, de forma secundária, testa suas relações com o desempenho das empresas e conseqüentemente sua influência no valor de mercado das firmas.

Nesse sentido surge o seguinte problema de pesquisa: **quais os principais atributos dos conselhos de administração no Brasil?**

Diante desse cenário, os objetivos vão se desenhando da maneira conforme segue.

1.2 Objetivo geral

Tendo em vista a necessidade de se caracterizar melhor os conselhos de administração do Brasil, o objetivo geral propõe identificar os principais atributos que caracterizam conselhos de administração no Brasil, permitindo assim uma melhor compreensão das suas influências no mercado de capitais.

1.3 Objetivos específicos

Para atingir o objetivo geral se faz necessário perseguir seis outros objetivos:

⁴ “...to use [...] theories, include measures of a set of board attributes going beyond board composition.”

- ✓ Descrever, de forma panorâmica, os atributos dos conselheiros que compõem o quadro dos conselhos de administração no Brasil;
- ✓ Identificar os atributos latentes dos conselhos por meio da análise fatorial;
- ✓ Construir um índice de qualidade dos conselhos de administração com base nos atributos latentes de suas configurações;
- ✓ Testar se os principais atributos dos membros do conselho de administração podem explicar, de forma significativa, o desempenho e valor das firmas brasileiras;
- ✓ Testar se o valor e o desempenho das firmas são influenciados pelos principais fatores do *Board*⁵, por intermédio dos índices criados com os resultados da AF;

Para alcançar os objetivos, utilizou-se a Análise Fatorial como técnica para construir fatores não correlacionados entre si, representando dimensões latentes. Os resultados, além de evidenciarem um alto grau de correlação entre as características dos conselhos de administração, também sugerem que as pesquisas sobre os conselhos merecem cautela quando os objetivos são de relacionar suas características com valor e desempenho das firmas. Pelo fato de existirem altas correlações entre as características desse ambiente, uma determinada variável pode espelhar outras características que estão fortemente correlacionadas com ela.

1.4 Justificativa

A importância do tema Governança Corporativa é enorme e pode ser verificada pelo considerável crescimento da literatura empírica sobre o assunto (LOPES, 2009, p. 31). No entanto, quando o objeto é o conselho de administração, algumas características dos conselhos são possíveis de serem verificadas, embora muitas sejam de difícil observação (LEBLANC, 2003, p. 14).

A maioria dos estudos relativos a conselhos de administração, valor e desempenho usam características simplificadas, tais como níveis de independência, tamanho e diversidade do conselho (GANTENBEIN e VOLONTÉ, 2011, p. 23). Esta pesquisa segue uma vertente diferente da maioria das pesquisas acerca dos conselhos de administração na medida em que busca avaliar atributos qualitativos que compõem o capital humano do conselho, como idade, gênero, grau de instrução (graduação, pós-graduação *lato e stricto sensu* em nível de mestrado e doutorado), atualização profissional na forma de cursos executivos, as formações básicas e

⁵ Palavra em inglês que significa “Conselho de Administração”.

suas áreas de concentração (administração, economia e/ou contabilidade ou outras) bem como características estruturais do conselho, como prática de avaliação formal do órgão, independência dos membros, presença de conselho fiscal e comitê de auditoria, frequência das reuniões, tipos de remuneração dos conselheiros, como benefícios pós-emprego entre outros.

Poucos são os autores que utilizaram este tipo de abordagem do qual se tem conhecimento, sendo que as pesquisas realizadas ainda não conseguiram evidenciar o real valor da experiência que os conselheiros podem levar para o conselho (GANTENBEIN e VOLONTÉ, 2011, p. 3) e do real valor que outras características relacionadas ao seu funcionamento podem trazer para a sua estrutura. Em estudos recentes, Lee (2010) utilizou uma *proxy* para medir a relação do grau de instrução dos conselheiros com a performance das firmas de Taiwan. Gantenbein e Volonté (2011) aprofundaram a abordagem de estudo segregando os graus de instrução em graduados, mestres e doutores e buscando fazer relação com o desempenho das firmas. No Brasil, Almeida (2011) desenvolveu um índice para explorar a qualidade dos conselhos de administração de 24 empresas que emitiram ADRs (*American Depositary Receipt*) entre 1999 e 2006 no que tange a questão do grau de instrução, formação acadêmica e outras características pessoais dos conselheiros. Com base em atributos qualitativos desses membros, o autor sinalizou a existência de relação positiva e significativa entre altos graus de instrução dos conselheiros, valor e performance para empresas que possuem capital negociado na bolsa de valores americana. (ALMEIDA, 2011, p. 62)

Portanto, justifica-se a pesquisa nesse cenário para clarificar algumas idéias ainda não compreendidas por completo a respeito dos conselhos de administração do país. O ambiente no qual os conselhos estão inseridos é mais amplo do que sua estrutura no que se refere a tamanho, diversidade de gênero e independência. Nesse sentido, a apresentação adequada dos formulários de referência para o mercado permite uma melhor compreensão dos conselhos de administração e a influência de suas características no mercado acionário brasileiro.

1.5 Estrutura do trabalho

A estrutura do trabalho segue com a seção 2, que revisa teorias, conceitos e definições acerca da governança corporativa e demonstra a importância dos conselhos de administração como mecanismo de governança. Em seguida, a seção 3 trata dos aspectos metodológicos, tais como caracterização da pesquisa, seleção da amostra e tratamento de dados, as técnicas econométricas utilizadas e as limitações da pesquisa. A seção 4 apresenta os resultados da

pesquisa, caracteriza os conselhos de administração no ambiente brasileiro em uma visão alargada, apresenta os resultados da Análise Fatorial e os sinais do mercado de capitais para esses resultados. Por fim, a seção 5 evidencia as considerações finais e sugestões para futuras pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção objetiva fundamentar a importância teórica e prática dos mecanismos de governança corporativa no Brasil, em especial os conselhos de administração, bem como visa fundamentar o problema de pesquisa anteriormente exposto, conforme segue.

2.1 Teoria da Agência e estrutura de propriedade

A teoria da agência se estabelece no sentido de relacionar a firma, o principal, o agente e seus interesses, onde o principal é a figura que depende de outro (agente) para obter resultados (JENSEN; MECKLIN, 1976, p. 308). Essa relação acontece em função de um alinhamento ou de um conflito de interesses entre o principal e o agente. Se o principal delega funções estratégicas ao agente e ambos seguem o conceito de maximização da utilidade, então “... existe uma boa razão para acreditar que os agentes nem sempre agirão em prol dos interesses do principal” ⁶ (IBID, 1976, p. 308, ZAHRA e PEARCE, 1989, p. 301). Destarte, se na visão microeconômica clássica as informações circulam livremente e sem custos, todos os agentes envolvidos nos processos empresariais dispõem das mesmas informações, na visão neoclássica surge a figura da assimetria informacional, na qual nem todos os agentes econômicos possuem a mesma informação, fundamentando e justificando a relevância da contabilidade e da governança corporativa, por meio dos conselhos, no contexto das grandes corporações (MARTINEZ, 1998, p. 1, HUSE, 2007, p. 45). É dentro deste contexto que os conselhos de administração executam a função fundamental de acompanhar e premiar os executivos de alto escalão para que estes garantam a maximização da riqueza dos acionistas, reduzindo o conflito de agência e gerando custos menores para tal em detrimento dos seus benefícios. “Em essência, o conselho é visto como o mecanismo de última instância para o controle corporativo” ⁷ (ZAHRA e PEARCE, 1989, p. 301).

A teoria da agência pode ser considerada como sendo a principal teoria que afetou o desenvolvimento da literatura de governança corporativa (ZAHRA e PEARCE, 1989, p. 301, HUSE, 2007, p. 45, MALLIN, 2010, p. 21) e uma extensão dos conceitos de estrutura de propriedade. Como existe uma tendência ao crescimento por parte das empresas – em função de progressos tecnológicos e das necessidades de alcance de uma economia de escala, por exemplo –, também existe a tendência de que a necessidade de capital por parte das empresas

⁶ “... there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.”

⁷ “In essence, the board is seen as the ultimate mechanism of corporate control”

seja maior. Nesse sentido, o mercado de capitais pode ser um desses fornecedores de capital, pulverizando a propriedade pelos investidores e modificando as estruturas de propriedade das empresas, conforme exposto por Berle e Means (1932): “[...] não há donos dominantes e o controle é mantido, em grande parte, para além da propriedade.”⁸ (BERLE; MEANS, 1932, p. 110).

As discussões acerca de estrutura de propriedade promovidas por Berle e Means (1932) originaram uma obra considerada por muitos como uma das mais importantes da década de 1930⁹ e permitiram que ocorresse um grande avanço nas pesquisas acerca dos conflitos de agência, assimetria informacional e governança corporativa no mundo¹⁰. A partir de então, os assuntos sobre estrutura de propriedade passaram a ter gradativa importância no meio acadêmico, sendo hoje um dos focos de estudo abrangidos pelo tema “governança corporativa”.

Em sua obra *The modern Corporation and Private Property*, Berle e Means (1932) apresentaram um estudo até então inovador – ao observar as estruturas de propriedade identificadas na época – sobre os potenciais custos e benefícios da separação entre controle e propriedade das firmas. Seu objetivo foi analisar a composição das ações de grandes empresas dos Estados Unidos bem como as consequências no que tange os aspectos de conflitos de agência (caracterizada, nos Estados Unidos, pelas divergências de interesse entre acionistas e administradores) e suas relações com o valor da firma, permitindo o entendimento de que “com o controle e propriedade separados, os gerentes tornaram-se mais capacitados”¹¹ (BRATTON; WACHTER, 2008, p. 23) e os “... interesses dos proprietários e gerentes muitas vezes divergiam”¹² (BERLE; MEANS, 1932, p. 1-2, 6, BRATTON; WACHTER, 2008, p. 23) chegando à conclusão de que quanto maior a pulverização do capital, maior seria o poder dos gestores de agirem em seus interesses próprios. (BERLE; MEANS, 1932, SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 79).

⁸ “...there are no dominant owners, and control is maintained in large measure apart from ownership.”

⁹ Juntamente com a obra de John Maynard Keynes intitulada de “Teoria do emprego, do juro e da moeda”.

¹⁰ Adam Smith já havia mencionado sobre custos na separação de controle e propriedade em sua obra “A Riqueza das Nações” em 1776, popularizado posteriormente pela publicação de Berle e Means (1932).

¹¹ “With control and ownership separated, managers were newly empowered.”

¹² “...the interests of the owners and managers often diverged.”

Diversas outras pesquisas foram realizadas no sentido de desenvolver uma teoria da firma que “... deixasse de analisar as empresas como caixas-pretas e passasse a explicar como a alocação de capital entre acionistas e os objetivos conflitantes de participantes individuais dentro das companhias levariam a determinadas situações de equilíbrio...”, a exemplo de Coase (1937, 1960), Alchian (1965, 1968), Alchian e Demsetz (1972), Preston (1975) e Klein (1976), mas foi o trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976) que proporcionou o desenvolvimento de “inúmeros trabalhos empíricos” e modelagens teóricas (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 79).

Para Saito e Silveira (2008, p. 79), o trabalho de Jensen e Meckling apresentou três grandes contribuições:

- i) a criação de uma teoria de estrutura de propriedade das companhias baseada nos inevitáveis conflitos de interesse individuais e com predições testáveis empiricamente; ii) a definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e controle presente nas empresas; e iii) a elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação (*nexus*) para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos.

Uma das conclusões de Jensen e Meckling (1976, p. 328-330) foi de que firmas com propriedade concentrada são benéficas em termos de *firm valuation*, principalmente pelo fato de que grandes investidores são mais experientes e sua presença no controle traz melhores benefícios em termos de monitoramento de gestão e menores custos de agência, que são tão reais quanto outros custos. (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 328-330, 357, LEAL, 2004, p. 329).

A verificação empírica das teorias de Jensen e Meckling (1976) veio no trabalho de Morck, Shleifer e Vishny (1988) – um dos primeiros trabalhos empíricos sobre as teorias de Jensen e Meckling e considerado como sendo base de inúmeros trabalhos sobre governança corporativa no mundo –, no qual foi testada “... uma das principais predições de sua teoria [...]: a de que o valor da firma deve aumentar em função de uma maior posse de ações por parte dos gestores...” (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 80, MORCK, SHLEIFER, VISHNY, 1988, p. 293).¹³

A partir desse cenário, muitas pesquisas de cunho empírico, como esta, foram sendo desenvolvidas ao longo de décadas sobre a perspectiva do que Jensen e Meckling (1976)

¹³ Outras teorias apresentam hipóteses divergentes da de Jensen e Meckling (1976), a citar Demsetz (1983) com sua hipótese de entrincheiramento.

cunharam como “governança corporativa” (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 79-80). No espectro dos conselhos de administração, o trabalho seminal de Zahra e Pearce (1989) cria um novo marco nos estudos de governança corporativa.

2.2 Teoria contratual da firma e dos custos de transação

Sob a perspectiva da teoria contratual da firma, a empresa é vista como parte integrante de uma teia de contratos entre os diversos *players* (executivos, funcionários, acionistas, fornecedores, governo etc.), no qual estes contribuem com a firma objetivando receber algo em troca (LOPES; MARTINS, 2007, p. 33, DALMÁCIO; REZENDE, 2008, p. 163). Todavia, nem sempre as partes estão satisfeitas com os contratos e quando essas relações não são perfeitas surgem problemas de agência e de assimetria de informação, visto que muitas vezes as informações são imperfeitas e incompletas entre os participantes do mercado (JENSEN, 2001a, p. 33).

A teoria dos custos de transação tem por base as mesmas premissas da teoria contratual da firma – ambos consideram o conceito de maximização da utilidade, racionalidade limitada e consideram o conselho de administração como um instrumento de controle e redução dos conflitos de agência e assimetria informacional – e também está relacionada à teoria da agência. Ao passo que a teoria contratual da firma enxerga a empresa como parte integrante de um conjunto de contratos entre os participantes de mercado, a teoria dos custos de transação “... visualiza a firma como uma estrutura de governança corporativa...”¹⁴ (MALLIN, 2010, p. 17).

O conceito de “custos de transação” foi pioneiramente introduzido por Coase (1937) quando o mesmo tentou demonstrar em seu trabalho seminal que as firmas, além de estarem inseridas em um emaranhado de transações contratuais, também podem ser vistas como mecanismos para minimizar custos na obtenção de produtos e serviços por intermédio de processos organizados em uma estrutura hierárquica. Para Hart (1995, p. 679-780), é inevitável a existência de custos contratuais entre o principal e o agente, visto que as informações são incompletas em face da impossibilidade de previsão de todas as possíveis ocorrências durante o curso de um contrato. Nesse sentido, por meio dessa teoria a empresa passa a ser vista não só como uma instituição que efetua trocas, mas também como um mecanismo de

¹⁴ “...views the firm as a governance structure...”

gerenciamento de custos de transação, nos quais “em um mundo de contratos incompletos (onde os problemas de agência também estão presentes) a governança corporativa tem um importante papel” ¹⁵ (HART, 1995, p. 680) e os custos decorrentes de um problema de agencia podem ser reduzidos por intermédio de uma “escolha criteriosa de estrutura de governança” ¹⁶ (WILLIAMSON, 1988, p. 572), no qual os conselhos de administração possuem um papel indispensável. Nesse contexto, a teoria dos custos de transação é uma importante abordagem informativa que estuda uma organização econômica complexa “... e enfrenta um futuro desafiador em termos conceituais, teóricos e empíricos...” (WILLIAMSON, 2010, p. 231).

2.3 A teoria dos *Stakeholders*

Com uma abordagem um pouco diferenciada da teoria da agência, a teoria dos *stakeholders* (algo como “teoria das partes interessadas no negócio”) leva em consideração não só os acionistas, mas outras partes da sociedade que devem ser levadas em conta no momento da tomada de decisões por parte dos gestores, como funcionários, fornecedores de crédito, governo, comunidade local, clientes e fornecedores. A ideia dessa teoria está na consequência de que o enfoque demasiado no acionista torna o valor menos evidente para outras partes interessadas. Nesse contexto, o interesse do principal/agente deveria ser na maximização para a sociedade como um todo, o que muitas vezes não acontece (JENSEN, 2001b, p. 13).

Para Jensen (2001b, p. 14), o conceito de desempenho pela abordagem da teoria dos *stakeholders* é abstrato por não fornecer uma definição melhor do que seria esse desempenho para a firma, fazendo com que os gestores e conselheiros tenham uma discricionariedade maior na prestação de contas referente à gestão dos recursos alocados e, “sem critérios de desempenho, os gestores não podem ser avaliados sob nenhum princípio”, permitindo a alocação de recursos para outras partes interessadas sem serem responsabilizados pelo efeito de tais despesas no valor da empresa¹⁷.

Em termos de conselho de administração, a diferença de enfoques (acionista ou “partes interessadas”) pode favorecer diferentes estruturas de governança corporativa e de

¹⁵ “in a world of incomplete contracts (where agency problems are also present), governance structure does have a role.”

¹⁶ “...judicious choice of governance structure...”

¹⁷ “without criteria for performance, managers cannot be evaluated in any principled way.”

mecanismos de monitoramento, a exemplo do modelo americano com sua ênfase no valor para os acionistas em comparação com o modelo alemão, no qual determinados grupos interessados – como funcionários – têm direito representativo garantido por lei junto ao conselho (MALLIN, 2011, p. 41).

2.4 Características do conselho de administração e sua importância como mecanismo de Governança Corporativa

Para muitos autores, Adam Smith (1776) foi o primeiro economista a contemplar – há mais de 150 anos antes de Berle e Means (1932) – características que hoje são de competência dos conselhos de administração em um estudo científico (HERMALIN; WEISBACH, 2003, p. 9). Smith (1776, BOOK V, p. 606-607) já dizia, ao falar da competição entre empresas públicas e privadas, que não é de se espantar que os administradores do dinheiro dos outros não sejam tão zelosos quando comparados com os administradores dos seus próprios patrimônios¹⁸.

De acordo com os princípios de governança corporativa da *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD, 2004, p. 20), os acionistas (independente das cotas de participação) devem ter tratamentos equânimes e sem distinção e nesse sentido estabelece uma visão das responsabilidades de um conselho de administração:

A estrutura de governança corporativa deve assegurar a orientação estratégica da empresa, um efetivo monitoramento dos gestores por parte do conselho de administração e a prestação de contas deste à empresa e seus acionistas¹⁹.

A partir desse contexto é possível compreender que um dos objetivos do conselho de administração é acompanhar a gestão estratégica da empresa no sentido de garantir que as ações dos executivos estejam de acordo com os interesses dos acionistas. É importante destacar que as funções de conselho são diferentes das funções de administração e supervisão. Para Larcker e Tayan (2011, p. 76), os conselheiros devem trabalhar no sentido de aconselhar os executivos sobre as estratégias corporativas, servindo como um consultor e, por conseguinte, não são os conselheiros que desenvolvem a estratégia em si – papel exclusivo de gestores e supervisores²⁰.

¹⁸ Visão muito similar à de Berle e Means (1932, p. 87)

¹⁹ “The corporate governance framework should ensure the strategic guidance of the company, the effective monitoring of management by the board, and the board’s accountability to the company and the shareholders.”

²⁰ Esta afirmação é condizente com a quarta edição do Código de Governança do IBGC.

Fama e Jensen (1983, p. 303) bem como Silveira (2010, p. 258) abordam o tema conselhos de administração na mesma linha, afirmando que “o conselho possui duas grandes atribuições: decidir sobre as grandes questões do negócio e monitorar os executivos a favor dos acionistas”.

Para Hermalin e Wiesbach, (2003, p. 9), existem duas respostas para o porquê da existência dos conselhos de administração. A primeira é a de que “eles simplesmente são produto de uma regulamentação” ²¹ (no Brasil, o conselho de administração é um dos requisitos legais para empresas de capital aberto, conforme lei 6.404/76, art. 138, §2), embora esses conselhos existam antes mesmo de atos regulamentadores. Outro argumento, segundo o autor, é o de que os conselhos surgem como uma solução de mercado para dirimir conflitos de agência inerentes a qualquer grande corporação.

Silveira (2010, p. 258) destaca as tarefas fundamentais de um conselho de administração baseado nos principais códigos de governança:

- ✓ Fixar as diretrizes estratégicas do negócio;
- ✓ Decidir sobre as matérias envolvendo as principais decisões de investimento, financiamento e destinação de resultados;
- ✓ Decidir sobre matérias envolvendo fusões e aquisições
- ✓ Definir o pacote de remuneração dos altos executivos;
- ✓ Eleger, monitorar e substituir o diretor-presidente e demais diretores;
- ✓ Planejar a sucessão do presidente e dos outros executivos-chave;
- ✓ Promover um processo estruturado para nomeação de novos conselheiros;
- ✓ Definir a tolerância ao risco da organização, incluindo sua política de gerenciamento de riscos e sistema de controles internos;
- ✓ Escolher a auditoria independente, aprovar seu plano de trabalho, negociar seus honorários e avaliar seu desempenho;
- ✓ Investigar possíveis fraudes financeiras e de informação para o público;
- ✓ Definir a política de dividendos da empresa;
- ✓ Revisitar periodicamente as práticas de governança adotadas pela companhia;
- ✓ Decidir sobre as operações com partes relacionadas;

²¹ “...they are simply a product of regulation”

- ✓ Assegurar a presença e disseminação de um código de conduta pela organização.

A ideia central de um conselho de administração consiste no entendimento de que as decisões dos executivos precisam ser monitoradas, visto que os impactos de seus gerenciamentos não são arcados em sua totalidade por eles, necessitando assim de um olhar independente.

A importância dos conselhos de administração, por diversos motivos, é notória, porém, diversos estudiosos têm criticado duramente seu papel dentro do processo decisório envolvendo executivos e conselheiros devido a um comportamento de passividade perante acionistas controladores e executivos (SILVEIRA, 2010, p. 261). Na década de 1990, Johnson (1990, p. 47) já abordava a temática de passividade por parte dos conselhos de administração. Recentemente, Krivogorsky e Grudnitski (2008) pesquisaram certos tipos de estrutura de propriedade e o valor da firma. Em seus achados eles afirmam que não existe consenso sobre a relação entre controle de investidores institucionais e a performance das firmas investidas, sinalizando uma possível passividade daqueles em função de uma abdicação dos seus papéis de monitoramento de ações correspondentes aos executivos das firmas investidas. (KRIVOGORSKY; GRUDNITSKI, 2008, p. 1; 16). Essa passividade pode acontecer por diversos motivos como, por exemplo, dificuldade no momento das votações no sentido de evitar conflitos, mesmo que os interesses sejam divergentes (GILLAN; STARKS, 2007) e eleição de administradores com fins políticos por parte de empresas controladas por fundos de pensão (KRIVOGORSKY; GRUDNITSKI, 2008, p. 16).

Muitos desses problemas passam por questionamentos de como os mecanismos de governança corporativa podem se tornar mais efetivos e, nesse sentido, os códigos de governança corporativa surgem para auxiliar nesse processo.

2.5 Códigos de boas práticas de governança no mundo e o conselho de administração

Diversos documentos são elaborados ao longo dos anos em diversos países no intuito de aprimorar o processo decisório por executivos do alto escalão e, conseqüentemente, a performance da firma. Antes mesmo de o primeiro código ser lançado, um ativista chamado Robert Monks – considerado por muitos um ativista que mudou o rumo da governança corporativa, a exemplo de Andrade e Rossetti (2009, p. 154) –, em sua obra *The new global investors: how the shareholders can unlock sustainable prosperity worldwide*, já previa a

necessidade de certos “códigos de conduta” para servir de norte em assuntos de governança empresarial (MONKS, 2001, p. 7)²²:

Embora nunca venha a existir – e nunca deveria – um código de conduta único e estático, existem certos princípios que deveriam nortear a governança de toda comunidade corporativa – princípios como o de transparência na divulgação, a conformidade legal e o relacionamento com o governo.

Denominados de “códigos de boas práticas de governança”, esses documentos passaram a ser desenvolvidos após o primeiro código lançado no Reino Unido em 1992 (o *Cadbury Report*), “... visando estabelecer um melhor padrão de governança nas companhias.” (SILVEIRA, 2010, p. 218). No Brasil a referência é o documento elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, chamado de “Código das melhores práticas de governança corporativa”. Seu lançamento foi em 1999 e até atualmente já está na quarta edição.

A maioria destes documentos está baseada em valores que lhes dão sustentação e amarram seus fundamentos e práticas: *Fairness* (senso de justiça), *Disclosure* (transparência), *Accountability* (responsabilidade na prestação de contas) e *Compliance* (conformidade legal, especialmente no que tange às características dos minoritários). O Código de governança do IBGC demonstra perseguir estes valores quando define o objetivo do instituto como sendo o de contribuir “... para o desempenho sustentável das organizações [...] influenciando os agentes da nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade”.

A grande maioria desses códigos, quando comparados, apresenta objetivos convergentes e características gerais relativamente semelhantes quanto à estrutura e o *modus operandi* do conselho de administração, porém, a abordagem comparativa desses códigos em termos mundiais não será utilizada aqui, visto que o objetivo maior é identificar as principais características dos conselhos nacionais.

2.5.1 Tamanho do conselho, composição e a característica de independência

Com relação ao número de membros de um conselho, o Código de melhores práticas de Governança do IBGC recomenda que o quadro seja composto por, no mínimo, 5 e, no máximo, 11 conselheiros, podendo variar conforme setor de atuação, complexidade operacional, etc. Em comparação aos códigos internacionais, destaca-se que a grande maioria

²² “While there will never be – and should never be – a single, static code for conduct, there are certain principles that should inform the entire corporate community – principles such as disclosure, legal compliance, and restraint with government.”

não faz menção à quantidade mínima e máxima de conselheiros, apesar de existirem alguns estudos que relacionam tamanho, valor e performance da firma. Para Lipman e Lipman (2006, p. 14) “os conselhos de administração devem ser mantidos em um tamanho razoável, uma vez que conselhos com um grande número de integrantes tendem a ser ineficazes”²³. No Brasil, Silveira, Barros e Famá (2003, p. 68) analisaram de que forma o tamanho e a composição do conselho impacta o valor da empresa. Os autores encontraram que o tamanho do conselho – por apresentar uma relação quadrática com significância de 5% contra a variável de desempenho – tem influência no desempenho da firma, sinalizando que as empresas com um número intermediário (entre 4 e 8 conselheiros) tendem a ter desempenho financeiro melhor.

Alguns estudos internacionais também verificaram a importância do tamanho e da composição do conselho para a firma, como Bhagat e Black (1999) e Yermack (1996, p. 209), que encontrou uma relação inversamente proporcional entre o tamanho do conselho e o valor da firma, concluindo que firmas com conselhos menores em geral tendem a possuir um maior valor de mercado.

Sobre as características dos membros integrantes do conselho o item 2.15 do código do IBGC explicita que “é recomendável que o conselho seja composto apenas por conselheiros externos e independentes”. Ainda segundo o mesmo documento, existem três classes de conselheiros: o conselheiro interno, o externo e o independente. O conselheiro interno são os diretores, supervisores e demais funcionários da firma. Já o conselheiro externo é aquele sem vínculo corrente com a firma e que não se enquadra como conselheiro independente (ex: conselheiros que não são funcionários da organização, mas que já ocuparam cargos de destaque nela há menos de 3 anos de sua nomeação como conselheiro).

O entendimento do que vem a ser independência de um conselho de administração está intimamente ligado à imparcialidade nas tomadas de decisão por parte de um conselho sem nenhum tipo de vínculo com os executivos da firma. Nesse sentido, o IBGC, em sua seção 2.16, destaca a importância da independência do conselho, principalmente para empresas sem controle definido ou com ações muito pulverizadas, e também elenca os pontos que caracterizam um conselheiro independente:

²³ “Board of directors should be kept to a reasonable size, since large boards of directors tend to be ineffective.”

- ✓ Não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital;
- ✓ Não ser sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador;
- ✓ Não estar vinculado por acordo de acionistas;
- ✓ Não ter sido empregado ou diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há pelo menos, 3 anos;
- ✓ Não ser ou ter sido, há menos de 3 anos, conselheiro de outra organização controlada;
- ✓ Não estar fornecendo, comparando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos à organização em escala relevante para o conselheiro ou a organização;
- ✓ Não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização;
- ✓ Não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro;
- ✓ Não ter sido sócio, nos últimos 3 anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período;
- ✓ Não ser membro de entidade sem fins lucrativos que receba recursos financeiros significativos da organização ou de suas partes relacionadas;
- ✓ Manter-se independente em relação ao *CEO*;
- ✓ Não depender financeiramente da remuneração da organização.

Segundo Silveira (2010, p. 263), além dessas características, “um longo tempo no cargo ou outros vínculos mais sutis podem minar a independência de um conselheiro”, acarretando em aumento indevido de remuneração de executivos e menor valor de mercado para a firma, conforme evidenciado por Santos e Silveira (2004, p. 151).

Outro fator é a quantidade de conselheiros independentes. Este é um ponto unânime entre os códigos de governança no mundo, sendo recomendado que o quadro seja composto por maioria de conselheiros independentes. Em um dos códigos do Reino Unido (FRC, 2010) e um dos *benchmarks* internacionais para boa governança corporativa (ARCOT; BRUNO; FAURE-GRIMAUD, 2010, p. 193) – o *Combined Code* –, além da importância de uma quantidade significativa independentes no conselho, é recomendado existam também conselheiros internos no sentido de diminuir um possível monopólio na tomada de decisões. Já o IBGC em seu item 2.16 recomenda que “...a maioria seja composta por independentes, contratado por processos formais...”. Todavia, Leal e Oliveira (2002), ao realizar um estudo

sobre as principais práticas dos conselhos no Brasil, encontraram o inverso do recomendado pelo IBGC – baixa quantidade de conselheiros independentes e pouca formalidade. No âmbito internacional, Bhagat e Black (1999) também pesquisaram sobre independência de conselhos. Ao estudarem uma amostra das 928 maiores empresas dos Estados Unidos durante um período compreendido entre 1985 e 1995, os autores encontraram que conselhos compostos por maioria de membros independentes se comportam de forma diferente daqueles com predominância de *insiders*, mas não encontraram relação com a performance da firma (BHAGAT; BLACK, 1999, p. 921, 949).

Wagner, Stimpert e Fubara (1998), por intermédio de outra abordagem, encontraram relação entre desempenho e independência, sugerindo uma proporção equilibrada entre independentes e *insiders* na composição do conselho (WAGNER; STIMPERT; FUBARA, 1998, p. 670-671). Já Yermack (1996) ao estudar uma amostra composta pelas 452 maiores empresas americanas, entre 1984 e 1991, encontrou uma relação negativa entre tamanho do conselho e valor de mercado, sugerindo que conselhos com um grande número de membros tenderiam a apresentar menor valor de mercado, corroborando com as teorias de Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) de que grandes conselhos teriam problemas de comunicação e de tomadas de decisão (YERMACK, 1996, p. 209-210).

Quanto à qualificação dos conselheiros, existe um tratamento por parte dos códigos que mais se aproxima de competências e habilidades do que qualificação no sentido de qualidades técnicas e científicas para a ocupação do posto. Para ilustrar essa afirmação, destaca-se o código sul-africano *King report*, que em seu item 2.4 recomenda que um conselheiro “deve ter credibilidade, ter a habilidade e experiência necessários para trazer um julgamento independente sobre questões de estratégia, desempenho, recursos, [...] padrões de conduta e avaliação de *performance*”²⁴.

O Código Francês (AFEP, 2008), *Code de Gouvernement D'entreprise des Sociétés Cotées*, em seu item 6, apresenta como qualificação de um conselheiro a honestidade, “mas também

²⁴ “...should be individuals of calibre and credibility, and have the necessary skill and experience to bring judgment to bear independent of management, on issues of strategy, performance, resources, [...] standards of conduct and evaluation of performance.”

competentes, que entendam a operação da firma e que estejam preocupados com os melhores interesses de todos os acionistas”²⁵.

Já para o Código brasileiro do IBGC, de acordo com o estabelecido em seu item 2.5, a qualificação de um conselheiro de administração deve compreender:

- ✓ Alinhamento com os valores da organização e seu código de conduta;
- ✓ Capacidade de defender seu ponto de vista a partir de julgamento próprio;
- ✓ Disponibilidade de tempo;
- ✓ Motivação;
- ✓ Visão Estratégica;
- ✓ Conhecimento das melhores práticas de governança corporativa;
- ✓ Capacidade de trabalho em equipe;
- ✓ Capacidade de ler e entender relatórios gerenciais, contábeis e financeiros;
- ✓ Noções de legislação societária;
- ✓ Percepção do perfil de risco da organização.

A *proxy* para medir a qualificação dos conselheiros neste trabalho irá contemplar o nível de escolaridade de cada membro, para cada empresa da amostra, a partir do entendimento de que para se obter uma melhor visão estratégica, ter capacidade de ler e entender relatórios gerenciais, contábeis e financeiros bem como ter uma afinidade com a legislação societária é preciso um grau de instrução que compreenda, no mínimo, a graduação no ensino superior e/ou pós-graduação em seus diversos níveis.

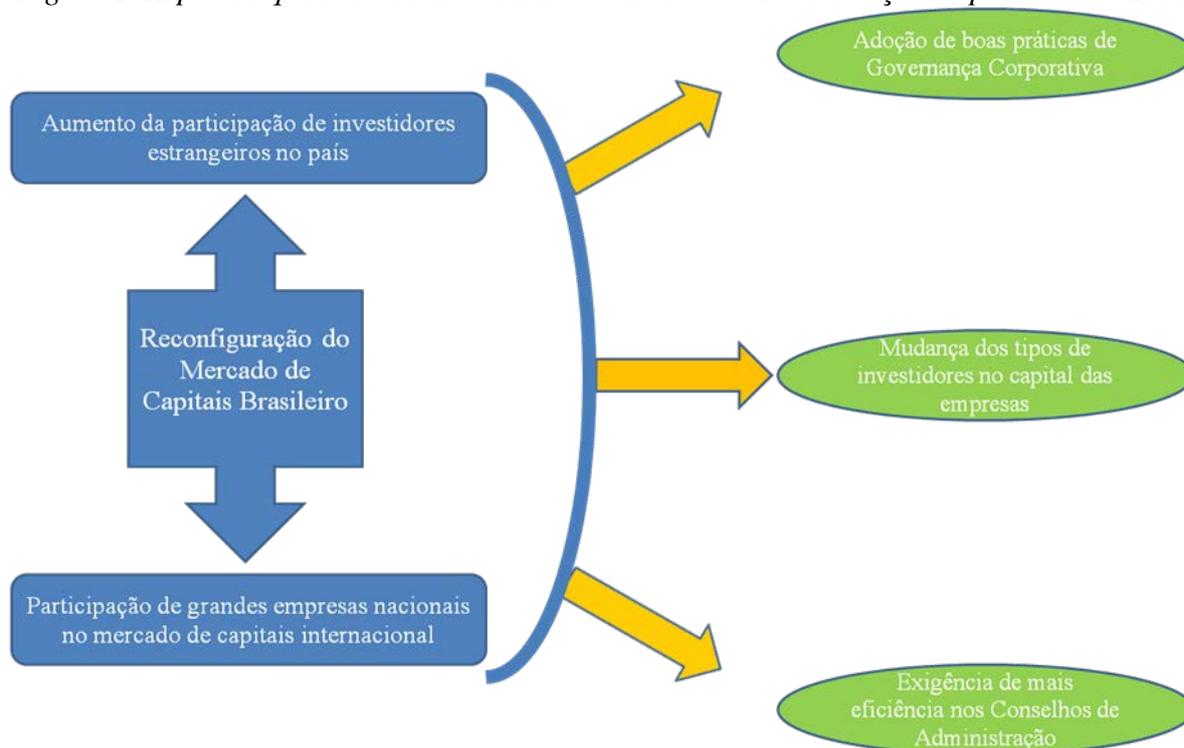
Outras características relacionadas aos conselhos também são consideradas importantes pela maioria dos códigos. Para a maioria deles, o conselho deve ter “...um conjunto equilibrado de experiências e uma diversidade de perspectivas”, no sentido de gerar maiores melhores discussões e votações mais justas. (SILVEIRA, 2010, p. 225, LIPMAN; LIPMAN, 2006, p. 10) – esse entendimento é convergente com as recomendações do IBGC, o que amplia as possibilidades de estudos e fundamenta parcialmente o problema de pesquisa deste trabalho, visto que diversidade de gêneros e níveis de escolaridade, por exemplo, não são características comumente avaliadas em estudos acerca da governança corporativa no Brasil e no mundo.

²⁵ “...compétents, comprenant le fonctionnement de l’entreprise, soucieux de l’intérêt de tous les actionnaires”.

2.6. Governança corporativa e conselho de administração no Brasil

O desenvolvimento da governança corporativa no Brasil pode ser considerado como sendo um dos mais efetivos da América Latina (OECD, 2011, p. 27). Com o mercado de capitais ainda em desenvolvimento – apesar de ser o mais desenvolvido da região – o Brasil tem passado por profundas transformações e apresentando um crescimento constante do mercado financeiro ao longo do tempo. Para Mallin (2011, xii), em termos comparativos o Brasil se encontra em um estágio diferente dos Estados Unidos, no qual novas leis e regulamentações têm resultado em maior *disclosure*, convergência para as normas internacionais e melhor proteção aos acionistas minoritários. A figura 1 ilustra graficamente algumas dessas transformações que contribuíram para o desenvolvimento da governança corporativa no país:

Figura 1. Aspectos que nortearam o desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil.



Fonte: Elaboração própria.

A reconfiguração do mercado de capitais – através da abertura da economia na década de 1990 –, o aumento expressivo da participação dos investidores estrangeiros no país e a consequente participação de grandes empresas nacionais no mercado de capitais internacional provocaram diversas mudanças nos padrões de governança corporativa do Brasil, tais como adoção de boas práticas de governança – produto da criação do IBGC em 1995 e do primeiro código de boas práticas de governança corporativa elaborado pelo mesmo instituto em 1999 –,

mudanças na composição dos investidores no mercado de capitais, melhorias nos padrões de contabilidade financeira e exigência de conselhos de administração mais eficazes.

Durante a década passada o Brasil passou por diversas transformações que culminaram em maior liquidez no mercado de capitais, transparência e boas práticas de governança corporativa. Um exemplo disso foi a criação de novos segmentos de listagem com características especiais de governança corporativa, chamados de Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais. O Novo Mercado, segundo a BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), representa o mais elevado padrão de Governança Corporativa. Neste segmento, as empresas não podem fazer distinção de direitos (de voto e de preferência por fluxo de caixa) e só podem emitir ações ON²⁶. Além dessa característica de estrutura propriedade, outras podem ser destacadas quanto à sua importância no desenvolvimento da transparência e da governança corporativa, conforme evidenciado no regulamento de listagem do Novo Mercado divulgado pela BOVESPA, em vigor desde maio de 2011:

- ✓ *Tag Along* de 100%, ou seja, em caso de venda do controle, os acionistas têm direito a vender 100% de suas ações pelo mesmo preço negociado na transação;
- ✓ No caso de a empresa resolver sair da bolsa, esta deverá obrigatoriamente realizar uma oferta pública de recompra de todas as ações dos acionistas por um valor no mínimo referente ao valor econômico da ação;
- ✓ O Conselho de administração tem características diferenciadas, como número mínimo de membros (5 membros) e de conselheiros independentes (no mínimo 20% do total de conselheiros), algo que em outros segmentos só existe uma recomendação mínima;
- ✓ *Free Float*²⁷ de 25%;
- ✓ Divulgação mensal e detalhada dos valores negociados em bolsa por parte de diretores, executivos e acionistas controladores.

Os outros dois segmentos de listagem, o Nível 1 e o Nível 2, são intermediários entre o nível tradicional e o Novo Mercado. Basicamente, o Nível 1 exige um *Free Float* de 25% e divulgação de informações adicionais às exigidas na legislação, tais como informações mais completas nos relatórios contábeis e divulgação dos valores negociados na bolsa por diretores,

²⁶ Ações ordinárias, que dão direito a voto nas assembleias.

²⁷ Jargão utilizado pelos especialistas para representar a quantidade mínima de ações em circulação.

executivos e acionistas controladores. Já o Nível 2 demanda todas as características do Nível 1 e adiciona outras características como a utilização de um comitê para resolver conflitos de interesses ao invés do judiciário, bem como a grande maioria das características do Novo Mercado, com algumas exceções: as empresas listadas neste segmento podem manter as ações PN²⁸ e o *Tag Along* é de 80% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador em caso de venda do controle.

O segmento de listagem Bovespa Mais é bastante semelhante ao Novo mercado, porém voltada para empresas de pequeno e médio porte que desejam entrar no mercado de capitais em um ritmo mais lento. A grande diferença entre o segmento do Novo Mercado e o da Bovespa Mais consiste na obrigatoriedade referente ao *Free Float*. A empresa listada no Novo Mercado deve manter, no mínimo, 25% do seu capital em circulação no mercado. Diferentemente do Novo Mercado, as empresas listadas na Bovespa Mais têm até sete anos para atingir este percentual (mesmo não atingindo esta meta, poderá continuar listada no segmento desde que atinja os níveis mínimos de presença em 25% dos pregões realizados e dez negociações por mês entre os investidores). As principais características dos segmentos diferenciados podem ser sumarizadas no quadro 1.

Quadro 1: Características inerentes aos Segmentos de listagem diferenciados de GC.

	NM	N2	N1	BOVESPA MAIS	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			25% de <i>free float</i> até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	Não há regra
Distribuições de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	
Obrigações do Conselho de	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da		Não há regra		

²⁸ Ações Preferenciais, que dão direito a preferência no recebimento dos dividendos dentre outras características. No caso específico do Nível 2 de governança corporativa, as ações PN dão direito a voto em situações específicas como no caso de incorporações e fusões.

Administração	companhia				
Demonstrações	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação		
Reunião pública anual e calendário de eventos	Obrigatório			Facultativo	
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra	
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA.

Diversas pesquisas vêm sendo realizadas no Brasil no sentido de relacionar a aderência aos níveis de governança corporativa da BOVESPA com o valor e o desempenho das firmas. Neves e Lemes (2009) estudaram o efeito no preço e na liquidez das ações de empresas que emitiram *ADRs* (seguindo as leis do *Sarbanes-Oxley*) comparativamente às que aderiram ao Novo Mercado. Por via de estudo de evento para 10 empresas listadas no Novo Mercado e 24 empresas que emitiram *ADRs*, foi identificado que não existem diferenças significativas entre as médias de preços entre elas, sinalizando que tanto a aderência ao novo mercado quanto a emissão de *ADRs* não afetam significativamente o preço de suas ações.

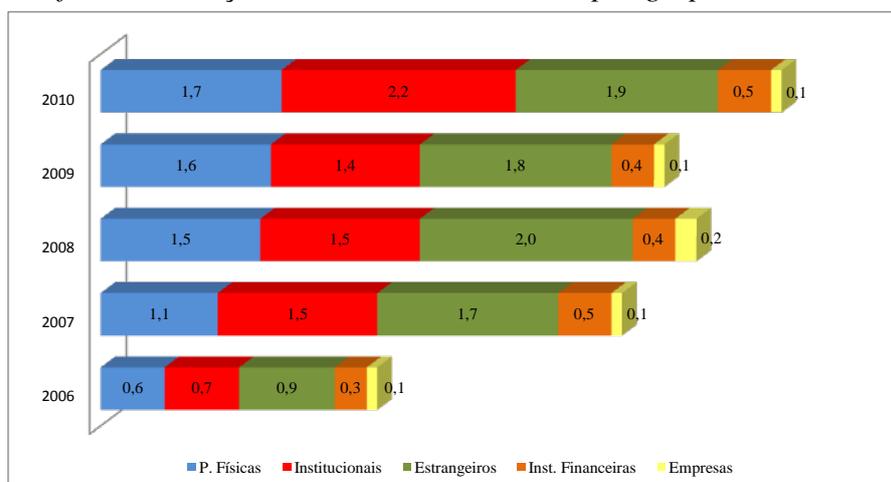
Quanto às características de estrutura de propriedade, destaca-se que a visão de dispersão da propriedade exposta por Berle e Means (1932) – aceita por décadas como modelo de estrutura de propriedade das economias modernas –, segundo o qual a maioria das corporações tem seu capital pulverizado entre maioria de acionistas minoritários, não se encaixa no modelo de economia brasileiro, assim como não se encaixa na maioria das estruturas de propriedade dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Para La Porta *et al.* (1999, p. 474), a visão de estrutura de propriedade e controle evidenciada por Berle e Means (1932) está longe de ser universal, da mesma forma como a soberania dos bancos como participantes do controle identificado nas firmas alemãs é incomum para grande parte do mundo, no qual o controle da grande maioria das firmas está presente na mão do Estado ou de famílias.

No Brasil, a estrutura de propriedade não é diferente da grande maioria dos outros países do mundo e está condizente com as afirmações de La Porta *et al.* (1999). Leal, Carvalhal-da-silva e Valadares. (2002, p. 16) e Carvalhal-da-Silva (2004, p. 359) já forneciam evidências da existência de um alto grau de concentração de propriedade e controle no Brasil. Para

Sternberg, Leal e Bortolon (2011, p. 213), “a concentração dos direitos de controle permanece, em geral, muito alta...”²⁹ e na maioria dos casos os três maiores acionistas são da mesma família. Segundo dados da Economática®, das 397 firmas listadas na BOVESPA até 05 de outubro de 2011, 56,2% têm em sua estrutura de capital o maior acionista com mais de 50% das ações com direito a voto, consistentes com os resultados do estudo recente de Sternberg, Leal e Bortolon (2011, p. 226), no qual afirmam que dois terços das empresas são controladas por um acionista controlador com mais de 50% das ações com direito a voto e a média da quantidade de ações com direito a voto sob a posse dos maiores acionistas é de 61,27%.

Diferentemente da composição encontrada na Alemanha, no Brasil a presença dos bancos no mercado de capitais é muito menor, prevalecendo a forte presença dos investidores institucionais, dos estrangeiros e das pessoas físicas, conforme pode ser demonstrado no gráfico 1.

Gráfico 1. Evolução do volume médio diário por grupo de investidores (em bilhões de reais)



Fonte: Adaptado de BOVESPA – Relatório anual, 2010.

²⁹ “The concentration of control rights remains very high in general...”

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa

Considerando a classificação da pesquisa em contabilidade, este estudo tem característica positiva. Para Martins e Theóphilo (2007, p. 41), o positivismo “... tem suas raízes no empirismo...” e tem por característica a “busca da explicação dos fenômenos a partir da identificação de suas relações”. Devido às características inerentes à pesquisa de tradição positiva, o presente estudo adotou a abordagem metodológica empírico-analítica no sentido de buscar explicação para o valor e a *performance* das firmas através das variáveis que representam os atributos do conselho de administração. Estudos dessa natureza se utilizam de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados e são bastante quantitativos, além de privilegiar estudos práticos e se preocupar com relações causais entre variáveis (MARTINS, 2002, p. 34).

Quanto ao objetivo da pesquisa, esta é classificada como pesquisa exploratória – no momento em que se busca tornar conhecido os atributos não observáveis dos conselheiros – e explicativa quando busca utilizar tais atributos como variáveis explicativas do valor da firma e do seu desempenho. A pesquisa exploratória oferece maior familiaridade com o problema e permite torná-lo conhecido e construir hipóteses. A pesquisa explicativa tem por finalidade aprofundar o conhecimento da realidade e explicar o porquê das coisas. Para Gil, (2009, p. 42), este tipo de pesquisa “... tem como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”.

Quanto aos procedimentos técnicos utilizados, esta pesquisa pode ser classificada como bibliográfica, por tratar-se de pesquisa que utiliza material já elaborado por outros autores, como livros e artigos científicos; e *ex-post-facto* que, segundo Kothari (2004, p. 3) e Gil (2010, p. 54) caracteriza-se por uma “...investigação sistemática e empírica na qual o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes...”.

3.2 Seleção da amostra e tratamento de dados

A base de dados utilizada neste estudo foi obtida por intermédio do Software Economática® – empresa especializada em informações para o mercado de capitais – e dos Formulários de

Referência (FR) constantes na base da CVM. A amostra inicial contemplou todas as empresas com presença em bolsa diferente de zero³⁰ em 2010.

As razões para esse tratamento consistem no fato de o documento periódico denominado Formulário de Referência, que contém todas as informações necessárias para a elaboração do estudo, só ter sido criado no final de 2009, por intermédio da instrução CVM nº480/09 (art. 21, Seção II), passando a vigorar a partir de 2010. Nesse contexto, o período de estudo foi limitado há apenas 1 ano, o que restringe a quantidade de observações, que por sua vez pode produzir peculiaridades quanto à utilização de determinadas técnicas estatísticas, justificando, portanto, o uso de todas as empresas que participaram do pregão no período.

A coleta de dados da pesquisa foi iniciada em maio de 2011 e, portanto, as informações dos FR estavam ainda em processo de retificação pelas empresas. Por esse motivo, os trabalhos foram concentrados nos FRs de 2010, ref. 2009, por estas já não estarem mais apresentando uma frequência maior de retificação parte das empresas.

O fato de o estudo não compreender uma amostra probabilística não constitui necessariamente uma limitação de pesquisa, visto que não se objetiva fazer inferências para além da amostra estudada. Porém, o uso de uma amostra com todas as empresas que participaram do pregão no período pode consubstanciar uma limitação de pesquisa quando do tratamento estatístico para explicar as influências das variáveis dos conselhos no valor e *performance* das firmas. Destarte, para o uso da estatística multivariada de dependência, foram aplicados filtros de *outliers* e consideradas as empresas com liquidez acima de 0,001, pois segundo Silveira (2004, p. 110) quanto mais baixa a liquidez de uma ação, maior a probabilidade do papel não representar a realidade em termos de valor de mercado.

Do total de empresas da bolsa, 339 participaram do pregão ao menos uma vez no período (presença em bolsa diferente de zero). Destas, 14 encerraram seus cadastros antes do término do exercício. Das 325 restantes, 2 não disponibilizaram em seus formulários as informações sobre os conselhos de administração e 8 não divulgaram sequer o Formulário de Referência. Diante deste quadro, a amostra do trabalho perfaz um total de 315 empresas e a mesma quantidade de observações. Destas, apenas a Telemar Norte Leste S.A. não divulgou

³⁰ A presença em bolsa corresponde à razão entre o número de dias em que a ação da empresa registrou negócios e o número total de dias que o pregão registrou negócios no ano.

quaisquer informações sobre características de seus conselheiros, apresentando apenas informações sobre remunerações e estrutura do conselho. Foram analisados todos os currículos dos membros efetivos das 314 empresas restantes, perfazendo um total de 2.023, o qual promove uma quantidade de informações de grande importância para sumarizar as características dos conselhos de administração no Brasil quando dos atributos de seus membros. Adicionalmente, outras características do conselho foram avaliadas, tais como mecanismos de avaliação do conselho, remuneração dos membros, características de independência, presença de conselho fiscal instalado, dentre outras. Serão essas as informações que originarão uma visão panorâmica dos conselhos de administração do Brasil, abordadas no item 4.1.

3.3 Definição das variáveis

3.3.1 Variáveis de interesse

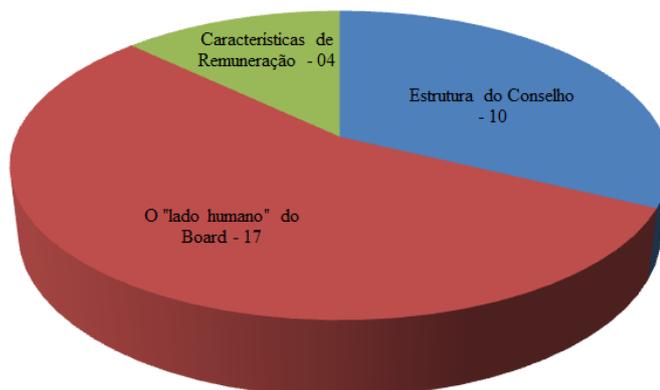
Diversas são as características presentes em um conselho de administração. Grande parte delas é reconhecida pelos códigos de boas práticas de governança corporativa. Nesse mesmo prisma, os principais códigos de governança foram considerados para compor as variáveis de interesse deste trabalho, no qual o código de boas práticas de governança corporativa do IBGC possui importante destaque.

O'Rourke, Hatcher e Stepanski (2005, p. 440) recomendam que sejam incluídos ao menos três variáveis para cada dimensão que se pretende analisar na AF. No presente estudo, 31 variáveis foram analisadas, compondo uma estrutura que compreende características de três grandes dimensões distintas:

- ✓ a estrutura do conselho;
- ✓ o “lado humano” dos conselhos de administração;
- ✓ e a as características de remuneração dos conselheiros.

O gráfico 2 ilustra, de forma quantitativa, a natureza destas variáveis que compõem o estudo.

Gráfico 2: Natureza das variáveis do estudo



Fonte: Elaboração própria.

A partir desse cenário, características como a gênero, idade, grau de instrução dos conselheiros, independência, tipo de remuneração, tamanho do conselho, dentre outras, serão analisadas. Cabe a ressalva de que outras variáveis também foram analisadas de forma descritiva (vide seção 4.1) no sentido de promover uma visão mais completa e, por conseguinte, permitir uma melhor compreensão do ambiente em que se encontram os conselhos de administração no Brasil. Outro detalhe é que, a depender dos testes de normalidade e de adequação do modelo, algumas variáveis podem ser suprimidas ao longo do estudo. O quadro completo das variáveis pode ser encontrada no apêndice 1, que demonstra com mais detalhes cada característica que compõem as dimensões supramencionadas.

3.3.2 Variáveis Dependentes

Foram utilizadas cinco variáveis dependentes no sentido de identificar possíveis relações entre os índices construídos e o valor e desempenho das firmas que compõem a amostra.

Retorno (RET) – O retorno das ações foi medido pela seguinte equação:

$$RET_{i,t} = Ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (\text{E.1})$$

Em que: $P_{i,t}$ é o preço da ação da empresa i no tempo t ; $P_{i,t-1}$ é o preço da ação da empresa i no tempo $t-1$

Retorno Anormal (RA) – Também como variável dependente, o retorno anormal foi adotado para medir de forma alternativa o retorno das ações. O retorno anormal é o excesso de retorno da ação da empresa em relação ao mercado em um dado período. Existem algumas formas de cálculo do retorno anormal, como o modelo de retorno ajustado ao mercado, de retorno ajustado ao risco e de retorno ajustado ao risco e ao mercado (SOARES; ROSTANO; SOARES, 2002, p. 1) e dentre elas foi utilizado o retorno anormal ajustado pelo retorno de mercado.

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - RIBOV_t \quad (\text{E.2})$$

Em que: $RA_{i,t}$ = Retorno Anormal da ação da empresa i no período t; $R_{i,t}$ = Retorno da ação da empresa i no período t; $RIBOV_t$ = Retorno do mercado no período t. Considerou-se retorno do mercado a variação do IBOVESPA.

O retorno da ação foi calculado da seguinte forma:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad (\text{E.3})$$

Em que: $R_{i,t}$ = Taxa de retorno da ação da empresa i no período [t,t-1]; $P_{i,t}$ = Preço da ação da empresa i na data t; $P_{i,t-1}$ = Preço da ação da empresa i na data t-1.

O retorno do mercado (RIBOV) foi calculado da mesma forma do retorno da ação, conforme exposto abaixo:

$$RIBOV_t = \frac{IBOV_t - IBOV_{t-1}}{IBOV_{t-1}} \quad (\text{E.4})$$

Em que: $RIBOV_t$ = Taxa de retorno do IBOVESPA no período [t,t-1]; $IBOV_t$ = Preço do IBOVESPA na data t; $IBOV_{t-1}$ = Preço do IBOVESPA na data t-1.

Para medir o desempenho, foram usados o Q de Tobin, o Retorno sobre o Ativo e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, da forma que segue:

Q de Tobin (Qtobin) – Como medida de desempenho, o Q de Tobin foi adotado segundo a metodologia de Chung e Pruitt (1994), no qual pode ser representado por:

$$q_{i,t} = \frac{VMA_{i,t} + D_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{E.5})$$

Em que: VMA é o valor de mercado das ações negociadas na bolsa; AT é o valor contábil do total dos ativos da firma; e D é definido conforme segue:

$$D_{i,t} = VPC_{i,t} - VAC_{i,t} + VE_{i,t} + VDLP_{i,t} \quad (\text{E.6})$$

Em que: $VPC_{i,t}$ é o valor contábil do passivo circulante da empresa i, no tempo t; $VAC_{i,t}$ é o valor contábil do ativo circulante da empresa i, no tempo t; $VE_{i,t}$ é o valor contábil dos estoques da empresa i, no tempo t; e $VDLP_{i,t}$ representa o valor contábil das dívidas de longo prazo da empresa i, no tempo t.

Retorno sobre o Ativo (ROA) – O ROA foi calculado de acordo com a seguinte expressão:

$$ROA = \frac{LL_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{E.7})$$

Em que: $LL_{i,t}$ representa o Lucro Líquido da empresa i , no tempo t ; $AT_{i,t}$ representa o Ativo Total da empresa i , no tempo t .

Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) – O ROE foi calculado de acordo com a seguinte expressão:

$$ROE = \frac{LL_{i,t}}{PL_{i,t}} \quad (\text{E.8})$$

Em que: $LL_{i,t}$ representa o Lucro Líquido da empresa i , no tempo t ; $PL_{i,t}$ representa o Patrimônio Líquido da empresa i , no tempo t .

3.3.3 Variáveis de controle

Tamanho (TAM) – Para a *Proxy* do tamanho da empresa foi adotado o logaritmo natural do Ativo total da empresa, conforme evidenciado abaixo:

$$TAM_{i,t} = \ln(AT_{i,t}) \quad (\text{E.9})$$

Endividamento (END) – Foram adotadas duas *proxies* para controlar o efeito do nível de endividamento das empresas: a primeira foi testada no sentido de levar em consideração também os passivos operacionais das empresas, que no Brasil tem relativa expressão dentro dos passivos totais, sendo representada pela relação entre o capital de terceiros (passivos operacionais e não operacionais, de curto e longo prazo) e o Ativo Total:

$$END_{i,t} = \frac{CT_{i,t}}{AT_{i,t}} \quad (\text{E.10})$$

Em que: $END_{i,t}$ = Endividamento da empresa i no período t ; $CT_{i,t}$ = Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Passivo não Circulante) da empresa i no período t ; $AT_{i,t}$ = Ativo Total (PC + PnC + PL) da empresa i , no período t .

A segunda *proxy* considera as Dívidas Brutas como *proxy* alternativa para o endividamento. Nesse sentido, a *proxy* alternativa de controle sobre o endividamento das empresas é resultado da seguinte expressão:

$$END2_{i,t} = Ln(DIVB) \quad (\text{E.11})$$

Em que: $END2_{i,t}$ = Endividamento da empresa i no período t ; $Ln(DIVB)$ = Logaritmo natural das Dívidas Brutas da empresa i no período t .

Também para efeito de controle, verificou-se as empresas que estavam em segmentos de listagem diferenciados (níveis 1, 2 e novo mercado) e quais possuíam ações listadas na bolsa de valores americana. Todas elas foram representadas de forma binária assumindo valor igual a 1 se verdadeiro e 0 se falso.

3.4 Técnicas Multivariadas Utilizadas

As técnicas univariadas, como o próprio nome já diz, são limitadas a uma única variável. Ao se utilizar uma técnica multivariada a tendência é de que o número de variáveis aumente no sentido de explicar melhor algum fenômeno, podendo chegar a ter dezenas ou até centenas de variáveis em seu modelo. Na medida em que o número de variáveis aumenta, mais difícil se torna para o pesquisador a tarefa de descrever e representar essas variáveis. Um modelo com poucas variáveis pode conter medidas que explicam o fenômeno de forma distinta umas das outras, podendo exercer um poder explanatório tão bom quanto um modelo com um número maior de variáveis (HAIR *et al.*, 2009, p. 92).

Segundo Hair *et al.* (2009, p. 92), o aumento demasiado de variáveis pode incorrer em sobreposição de características (aumento de correlação). Existindo um alto grau de correlação

entre as variáveis, o pesquisador precisa, pois, encontrar um modo de gerenciar estas variáveis altamente correlacionadas. Nesse sentido a Análise Fatorial (AF) é de extrema importância, visto que ela “...pode desempenhar um papel único na aplicação de outras técnicas de modelagem multivariada”³¹.

3.4.1 A Análise Fatorial

A Análise Fatorial foi a técnica multivariada de interdependência utilizada para responder o problema de pesquisa. Hair *et al.* (2009, p. 4) salientam que “na análise fatorial, variações são formadas para melhor representar a estrutura subjacente ou padrões das variáveis representadas por suas intercorrelações”.³² Nesse sentido, esta técnica sintetiza as relações observadas entre todas as variáveis inter-relacionadas dos conselhos de administração, permitindo representar a maioria dessas características por meio de um número menor de fatores.

A AF permite a simplificação de um grande número de variáveis por meio das dimensões latentes comuns (FÁVERO *et al.*, 2009, p. 236). Essas dimensões latentes comuns são usualmente chamadas de fatores, e tem por objetivo transformar uma série de variáveis com altos graus de correlação em fatores que apresentam baixa correlação entre variáveis, “...de maneira a reduzir a complexidade e facilitar a interpretação dos dados.” (IBID, 2009, p. 236). Kim e Mueller (1978, p. 9) simplificam dizendo que a “análise fatorial refere-se a uma variedade de técnicas estatísticas cujo objetivo comum é o de representar um conjunto de variáveis em um número menor de variáveis hipotéticas.”³³ Nesse sentido, a técnica pode ser genericamente representada pela seguinte equação:

$$X_i = a_{i1}F_1 + a_{i2}F_2 + \dots a_{ij}F_j + \varepsilon_i \quad (i = 1, \dots, p) \quad (\text{E.12})$$

³¹ “...it can play a unique role in the application of other multivariate techniques.”

³² “In factor analysis, variables are formed to best represent the underlying structure or patterns of the variables as represented by their intercorrelations.”

³³ “Factor analysis refers to a variety of statistical techniques whose common objective is to represent a set of variables in terms of a smaller number of hypothetical variables.”

Em que: X_i representa as variáveis padronizadas³⁴, a_{ij} as cargas fatoriais que representam o peso da variável i no fator j ou o grau de correlação entre eles, F_j os fatores comuns e ε_i os fatores que explicam a maior parte das variâncias específicas.

Salienta-se que nesta pesquisa será utilizada a Análise Fatorial R³⁵ para sumarizar as características das variáveis por intermédio de uma matriz de correlação, construindo um conjunto de variáveis identificadas por dimensões não observáveis (ou latentes). Adicionalmente, construir-se-á um índice com os principais atributos identificados pela AF no intuito de observar a influência destas características no preço das ações e no desempenho das firmas, conforme explanado no próximo item.

3.4.2 Desenvolvimento de índices como medidas de qualidade do conselho de administração

Diferentemente da maioria das pesquisas nacionais, a exemplo de Carvalhal-Da-Silva e Leal (2005), Leal e Carvalhal-Da-Silva (2007) e Almeida (2011), e internacionais como as de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Klapper e Love (2004) e Lopes (2009), este trabalho busca construir índices para medir características dos conselhos de administração com uma abordagem de operacionalização diferente para que, num outro momento, sejam usados juntamente com outras técnicas multivariadas.

Ao passo que grande parte dessas pesquisas utiliza questões subjetivas para construir seus índices – questões que geralmente podem ser respondidas por intermédio dos informativos publicados, com respostas binárias (sim/não) –, a pesquisa em tela faz uso da Análise Fatorial como ferramenta para dar suporte à criação de seu índice. Para além disso, buscou-se identificar possíveis relações com o valor e desempenho das firmas por intermédio dos índices construídos por variáveis métricas, e não binárias.

Os índices foram criados por combinação linear das variáveis. Nesse contexto, criou-se um índice para cada fator extraído da AF. Portanto, multiplicou-se cada variável padronizada pelos coeficientes de scores fatoriais correspondente a cada variável do fator, da forma conforme segue:

³⁴ A padronização do escore consiste na obtenção de médias iguais a zero e desvios padrão iguais a 1 por intermédio dos escores Z .

³⁵ Diferentemente da Análise Fatorial Q, a AF R é a mais comumente utilizada e objetiva analisar um conjunto de variáveis e suas relações.

$$\acute{I}ndice_1 = CSF_{1,1} \times \frac{(x_{1,1} - \mu_{1,1})}{\sigma_{1,1}} + CSF_{1,2} \times \frac{(x_{1,2} - \mu_{1,2})}{\sigma_{1,2}} + \dots + CSF_{1,f} \times \frac{(x_{1,f} - \mu_{1,f})}{\sigma_{1,f}} \quad (\text{E.13})$$

Da mesma forma, seguindo a matriz de escores fatoriais, os índices posteriores foram construídos da seguinte maneira:

$$\acute{I}ndice_2 = CSF_{2,1} \times \frac{(x_{2,1} - \mu_{2,1})}{\sigma_{2,1}} + CSF_{2,2} \times \frac{(x_{2,2} - \mu_{2,2})}{\sigma_{2,2}} + \dots + CSF_{2,f} \times \frac{(x_{2,f} - \mu_{2,f})}{\sigma_{2,f}} \quad (\text{E.14})$$

$$\acute{I}ndice_m = CSF_{n,1} \times \frac{(x_{n,1} - \mu_{n,1})}{\sigma_{n,1}} + CSF_{n,2} \times \frac{(x_{n,2} - \mu_{n,2})}{\sigma_{n,2}} + \dots + CSF_{n,f} \times \frac{(x_{n,f} - \mu_{n,f})}{\sigma_{n,f}} \quad (\text{E.15})$$

Em que: $CSF_{n,f}$, ou simplesmente coeficiente do score fatorial, representa o coeficiente da variável n referente à matriz de escore fatorial do fator f ; $x_{n,f}$ representa a variável original n significativa para o fator f , $\mu_{n,f}$ a média da variável n significativa para o fator f , e o $\sigma_{n,f}$ representa o desvio-padrão da variável n significativa para o fator f .

3.4.3 Modelo Econométrico

Para testar os índices e suas relações com o mercado, utilizou-se o seguinte modelo de regressão múltipla linear:

$$VD_{n,i,t} = \alpha_0 + \beta_1 f1_{i,t} + \beta_2 f2_{i,t} + \beta_3 f3_{i,t} + \beta_n fn_{i,t} + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END_{i,t} + \omega_3 n1_{i,t} + \omega_4 n2 + \omega_5 nm_{i,t} + \omega_6 ADR_{i,t} \varepsilon_{i,t} \quad (\text{E.16})$$

Em que: $VD_{n,i,t}$ = Variável dependente n da empresa i no período t ; α_0 = Intercepto; β_1 , β_2 , β_3 e β_n = Coeficientes angulares entre os índices criados e as variáveis dependentes do modelo; ω_1 , ω_2 , ω_3 , ω_4 , ω_5 e ω_6 = Coeficientes angulares entre as variáveis de controle e as variáveis dependentes; $TAM_{i,t}$ = Variável de controle do Tamanho da empresa i no período t ; $END_{i,t}$ = Variável de controle do endividamento da empresa i no período t ; $END2_{i,t}$ = Variável alternativa de controle do endividamento da empresa i no período t ; $n1$ = Variável de controle pelo segmento de listagem do nível 1 de governança corporativa; $n2nm$ =

Variável de controle representada pela interação entre os segmentos de listagem diferenciados do nível 2 e do novo mercado; $\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro do modelo.

Nesse sentido, o modelo utilizado nesta pesquisa parte do pressuposto de que as variáveis que explicam a maior parte da variância (representada pelas principais características de governança corporativa) podem influenciar no valor e no desempenho das firmas brasileiras. Para avaliar essa condição, os índices criados foram relacionados com as variáveis dependentes no sentido de identificar se o mercado enxerga os resultados produzidos pela análise fatorial. Esses índices estão representados pelas variáveis $f1_{i,t}$, $f2_{i,t}$, $f3_{i,t}$ e $fn_{i,t}$.

Adicionalmente, cinco variáveis de controle, ora presentes na literatura internacional, foram inseridas no sentido de expurgar o efeito do tamanho ($TAM_{i,t}$), e do grau de endividamento ($END_{i,t}$ e $END2_{i,t}$), dos segmentos de listagem ($n1_{i,t}$, $n2_{i,t}$ e $nm_{i,t}$) e da listagem em um mercado mais desenvolvido (ADR) – que provavelmente implica em melhor proteção ao investidor e concomitantemente maior controle e mecanismos em termos de governança corporativa – nas variáveis dependente e independentes do modelo, que por ventura poderiam afetar os resultados da análise.

Ademais, salienta-se que a pesquisa em tela direciona seu interesse para a identificação dos principais fatores que explicam a maior parte da variância no âmbito dos conselhos de administração, passando a ser secundária a relação entre estes fatores e os sinais do mercado de capitais.

3.5 Limitações da pesquisa

A principal limitação da pesquisa encontra-se na disponibilidade dos dados. Os FRs, principal fonte de informação que compôs a base de dados da pesquisa, só foram disponibilizados a partir do exercício social de 2010, conforme supramencionado na seção 3.2. Nesse sentido, a pesquisa restringe-se a avaliar os FRs de 2010, visto que os formulários de 2011 estavam apresentando grande volume de retificações no período de elaboração desta pesquisa.

Outra limitação consiste na quantidade de *dummies* do estudo. Para Hair *et al.* (2009, p. 85), a utilização de *dummies* na análise fatorial é limitada, pois estas não são bem representadas pela correlação de Pearson tradicional, porém, algumas considerações especiais podem ser feitas nessas instâncias.

Algumas variáveis também podem sofrer alterações ao longo do estudo, visto que, em função da grande quantidade de características observadas, as premissas de normalidade, linearidade e matrizes de correlação com valores significativos podem sofrer violações.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Panorama dos conselhos de administração no Brasil: uma análise descritiva

A figura do Conselho de Administração no Brasil é um mecanismo de governança obrigatório para empresas que possuem capital negociado na BM&FBOVESPA e um fato importante a ser citado é a carência de pesquisas que tratam de características individuais dos membros que compõem estes conselhos no Brasil de uma forma mais ampla.

Almeida (2011) realizou um estudo com 24 firmas brasileiras que emitiram *ADRs* no período de 1999 a 2006. Segundo o autor, as principais evidências que impactam positivamente o valor das empresas estudadas são: presença de conselheiros com alto grau de instrução, presença de contabilistas no conselho, e de conselheiros que participam de programas de treinamento executivo.

Seguindo a sugestão do autor, esta investigação amplia a amostra e também amplia o conjunto de variáveis correlacionadas que podem ser importantes e que não foram contempladas por Almeida (2011).

4.1.1 A estrutura dos conselhos

A tabela 1 sumariza as informações acerca da estrutura dos conselhos de administração no país.

Tabela 1. Estrutura dos conselhos de administração do Brasil.

Variável	Observações	Média	Desvio-Padrão	Min	Max
Avaliação formal dos conselhos	267	0,2397	0,4277	0	1
Presença de Conselho Fiscal instalado	258	0,5039	0,5010	0	1
Presença de Comitê de Auditoria instalado	125	0,6480	0,4795	0	1
Frequência das reuniões	239	5,8243	3,5814	1	24
Quantidade de conselheiros efetivos	313	6,4632	2,6262	1	15
Quantidade de conselheiros suplentes	314	1,3312	2,7964	0	13
Quantidade de homens no conselho	314	5,8662	2,6454	0	13

Quantidade de mulheres no conselho	314	0,5701	0,9025	0	6
Mandato	299	1,9599	0,8141	1	5

Fonte: elaboração própria.

Do total das empresas analisadas, 48 delas não informaram se possuem ou não um mecanismo de avaliação formal de seus conselhos. De todas as empresas que informaram, cerca de 24% delas (64 empresas) afirmam possuir algum tipo de mecanismo formal de avaliação dos seus membros.

Mais da metade das empresas possuem conselho fiscal instalado, conforme tabela 1. Para o IBGC, o conselho fiscal é parte integrante da governança corporativa no Brasil, e esta pode ser permanente ou não permanente. Na prática, 130 empresas possuem conselho fiscal permanente instalado, 30 estão com um conselho fiscal não permanente em funcionamento, 128 não possuem conselho instalado no momento e 27 foram omissas quanto a essa informação.

Assim como o conselho de administração, o conselho fiscal é mais um mecanismo de governança responsável pelo monitoramento de atividades dos executivos e até de demonstrativos financeiros elaborados por estes – segundo o IBGC, o conselho fiscal também deve ser responsável pela verificação, no mínimo trimestral, dos balanços elaborados pelas empresas – e seu funcionamento pode exercer influência no valor da firma. As empresas têm conselho fiscal instalado, em média, há 5 anos e meio³⁶, e pela análise qualitativa observou-se que a Telemar Norte Leste é a empresa que possui conselho fiscal instalado há mais tempo, desde 1956.

Quanto ao comitê de auditoria, do total de empresas analisadas, 190 suprimiram esta informação (sugerindo que não possuem comitê de auditoria instalado), 44 empresas informaram que não possuem o comitê e 81 delas informaram possuir comitê de auditoria instalado. As empresas que emitem ADRs³⁷ devem obrigatoriamente manter um comitê com

³⁶ Esta informação diz respeito às empresas que mantêm um conselho fiscal instalado e divulgam informações a respeito da data de sua criação (105 empresas no total).

³⁷ Até a data desta pesquisa, 33 empresas possuíam ações na bolsa americana, das quais 16 criaram comitês de auditoria e 17 elegeram o conselho fiscal para desempenhar tais funções.

estas características ou incorporá-las ao conselho fiscal, conhecido como “conselho fiscal turbinado”. O grupo pão de açúcar e a Ultrapar são exemplos de empresas que emitem ADRs e que, incorporaram suas atividades do comitê de auditoria ao conselho fiscal. As empresas, em média, possuem seus comitês instalados a cerca de 6 anos e a empresa que possui comitê de auditoria há mais tempo é a Souza Cruz (30 anos). A Vale informou que possui um comitê que se assemelha ao comitê de auditoria – o comitê de Controladoria – porém, para efeito desta pesquisa, outros comitês não foram considerados como comitê de auditoria, independente de suas funções.

A existência do comitê de auditoria não implica na impossibilidade de instalação do conselho fiscal (IBGC, 2010, p. 45), o que indica o sentido de complementaridade do mecanismo, conforme explícito pelo instituto de comitê de auditoria da KPMG (ITO e DONAGGIO, 2010). A própria postura do IBGC quanto às atribuições dos dois órgãos deixa nas entrelinhas a sensação de que existem funções que podem ser exercidas por ambos os órgãos – a julgar pela possibilidade de ambos poderem verificar demonstrações financeiras e definir políticas contábeis da empresa. Como o conselho fiscal é uma peculiaridade do Brasil (exigência da Lei das SAs, art.161), justifica-se a postura da CVM e da SEC de reconhecerem ambos os órgãos como sendo equivalentes e complementares, permitindo até que o conselho fiscal possa ser considerado um comitê de auditoria na visão da SEC (PWC, 2007, p. 16) desde que, para empresas que possuam capital na bolsa americana, tais empresas observem as disposições da seção 301 da *Sarbanes-Oxley Act*, como é o caso da Vale. No contexto de estrutura de propriedade no Brasil – controle concentrado e conflitos entre controlador e minoritário –, a existência dos dois órgãos é importante, visto que, apesar do conselho fiscal monitorar as atividades de diretores e auditores, o comitê de auditoria além de fiscalizar estes departamentos, também é responsável por fornecer suporte ao conselho de administração em diversos assuntos (ITO e DONAGGIO, 2010). A PriceWaterHouseCoopers, uma das principais firmas de auditoria e consultoria do mundo, apresenta um ponto importante no que diz respeito à esse contexto:

Os conselhos fiscais atuando como comitês de auditoria, em nossa perspectiva, ainda necessitam de esclarecimento quanto às principais atribuições com base nas melhores práticas de atuação de comitês de auditoria no mundo e nos aspectos da legislação societária brasileira. Portanto, [...] comitê de auditoria [...] significa um comitê (ou órgão equivalente) criado no âmbito do Conselho de Administração para atuar em nome deste no processo de supervisão (PWC, 2007, p. 5).

Em relação ao tempo de mandato, em média os conselheiros ocupam as cadeiras dos conselhos por 2 anos. Menos da metade das empresas (121 empresas, ou 38% delas) fixa um mandato de no máximo 2 anos, seguido de 98 empresas que possuem mandato máximo de 1 ano, sendo que todas que se pronunciaram a respeito permitem a reeleição do membro por mandato igual ao anterior. 80 empresas não seguem as recomendações do IBGC a respeito do tempo máximo de 2 anos de mandato, sendo que a empresa que possui o maior tempo máximo de mandato é a BR Malls Participações, permitindo que o membro perdure por até 5 anos na cadeira, podendo se reeleger por igual tempo. Destaque para o Banco do Brasil, o Grupo Agrenco Brasil e o Banco de Brasília S.A., que informam em seu estatuto que o tempo de mandato dos conselheiros é indeterminado. A Cosan (Companhia Catarinense de Águas e Saneamento) é uma das empresas que merecem destaque pelo fato de possuir conselheiros eleitos pelos funcionários. Cerca de 75% dos conselheiros analisados são indicados pelos controladores, sugerindo que no Brasil praticamente não existe a prática de eleição por parte de funcionários e outros *stakeholders*.

As reuniões entre os membros do conselho costumam ocorrer, em média, 6 vezes por ano. 48 empresas (20% das 239 empresas que informaram a frequência de suas reuniões) se reúnem, ordinariamente, ao menos uma vez por mês. A maioria das empresas (124 empresas) se reúne trimestralmente. O destaque fica com a empresa Sofisa, empresa que mais convoca reuniões ordinárias – 24 por ano –, não seguindo a recomendação de no máximo 1 reunião por mês sob a alegação de que o excesso de reuniões pode comprometer a efetividade dos trabalhos da diretoria (IBGC, 2010, p. 51).

O número médio de conselheiros efetivos é de seis membros e meio. Para cada 4,8 membros efetivos existe 1 membro suplente. A Cemig é a empresa que tem o maior número de conselheiros efetivos, 15 no total, superando a recomendação do IBGC de no mínimo 5 membros e no máximo 11. Os membros suplentes não são vistos como boa prática de governança corporativa pelo IBGC, visto que eles “...não são satisfatoriamente familiarizados com os problemas da organização” (IBGC, 2010, p. 36). A grande maioria das empresas segue esta recomendação – 234 empresas não possuem membros suplentes em seu quadro de conselheiros –, porém, a Embraer, Cemig, Braskem, Taesa, Sanepar, Klabin S/A, Valefert, BRF Foods, Light S/A, Vale e Telemar possuem 10 conselheiros suplentes ou mais na estrutura do conselho.

A presença das mulheres no conselho ainda pode ser considerada como uma característica diferenciada da maioria das empresas. Do total de 2.023 conselheiros observados apenas 179 são mulheres (menos de 10%, convergente com IBGC, 2011). A grande maioria das empresas que possui alguma mulher no seu quadro de conselheiros efetivos só apresenta apenas uma mulher em seu conselho. Apenas uma empresa da amostra possui mais de cinco mulheres na composição do conselho e 196 delas não possui nenhuma mulher na sua composição. Em termos percentuais pode-se dizer que as mulheres ocupam 8,85% dos cargos de conselheiros no Brasil e cerca de 37% das empresas possuem ao menos uma mulher no conselho (convergente com a pesquisa do IBGC, 2009). 12 empresas possuem metade ou mais da metade do seu quadro composto por mulheres. Destaque para a Tekno, a Metalgráfica Iguaçu S.A. e Nordon Indústrias Metalúrgicas S.A. que possuem todo o seu quadro de conselheiros composto por mulheres – 6, 2 e 3, respectivamente.

4.1.2 O “lado humano” do conselho

Conforme demonstrado na tabela 2, a média de idade dos conselheiros de administração no Brasil é de 56 anos. A Panatlantica S.A. é a empresa que possui o conselho mais velho (77 anos de idade, em média) e a empresa com o conselho de administração composto por pessoas mais jovens, em média, é a Tig Holding Ltd (34 anos). O conselheiro mais novo possui 24 anos e o mais velho 92. Para o IBGC (2010, p. 33), a idade é um fator de relevância relativa, visto que o que deve prevalecer é a efetiva contribuição do conselheiro para o conselho e para a organização. Visto por este ângulo, todos os atributos dos conselheiros podem ser relativos, tais como nível de educação, gênero e até mesmo a idade. Contudo, o que se ressalta é a necessidade de se caracterizar a devida experiência que um conselheiro pode transferir para a organização em face dela no Brasil. Isso demanda identificar a relação entre a idade dos conselheiros e a *performance* da firma, a fim de desmistificar quaisquer julgamentos sem a utilização de estudos prévios como base.

Tabela 2. Faixa etária dos conselheiros.

Variável	Observações	Média	Desvio-Padrão	Min	Max
Idade mínima	309	43,0971	9,4283	24	83
Idade máxima	309	69,5469	9,9777	36	92
Idade média	311	56,3121	7,2329	33,75	76,67

Fonte: elaboração própria.

Quanto ao grau de instrução, o código de melhores práticas de governança corporativa do Brasil não faz nenhuma menção em termos de qualificação dos seus conselheiros, em nível de escolaridade. Diante disso, diversos aspectos a respeito foram observados neste estudo, permitindo responder também a algumas perguntas sobre o tipo de perfil que melhor desempenha as funções de conselheiro no cenário brasileiro.

Foram avaliadas 7 características sobre esse contexto – representadas na tabela 3, o qual permitiu identificar o perfil do conselheiro de administração do Brasil em termos de qualificação.

Cerca de 21% dos conselheiros possuem pós-graduação *lato sensu*, ou seja, para cada 10 conselheiros 2 possuem especialização, em média. Pelo fato dos cursos desta natureza não possuírem necessidade de autorização, reconhecimento e renovação por parte do Ministério da Educação e Cultura (MEC) (Resolução CNE/CES nº1, 2007), a quantidade de profissionais com esta titulação pode ser considerada baixa em vista da ampla oferta de cursos no país e da facilidade de acesso a este tipo de especialização. O IBGC recomenda que os conselheiros tenham conhecimentos específicos de contabilidade e finanças, fato este que não acontece em mais da metade dos casos (pelo menos quando se mede nível de conhecimento por intermédio dos títulos possuídos). Nessa mesma vertente, uma especialização nessa área poderia dirimir eventuais necessidades básicas requeridas pelo IBGC para a função de conselheiro de administração, por exemplo.

Na medida em que o grau de instrução aumenta, a quantidade de conselheiros com estes requisitos diminui. A maioria das empresas não possui conselheiros com titulação de mestrado (cerca de 66%, 209 empresas no total). Várias podem ser as razões para isto. Uma delas pode ser referente às características dos cursos de mestrado no Brasil. Santos (2003) salienta que as exigências dos cursos de mestrado no Brasil são muito maiores do que em países mais desenvolvidos, como Estados Unidos e França, e que “...os critérios de avaliação dos alunos de mestrados têm um rigor muito semelhante ao da avaliação dos doutorados” aqui no Brasil (SANTOS, 2003, p. 637). Outra razão para este resultado pode ser a possível descrença de que um curso de mestrado possa trazer benefícios que possam ser aplicados na prática do mercado, sobressaindo a experiência em face da qualificação acadêmica. Sem

entrar neste mérito³⁸, o fato é que dos 2.023 conselheiros avaliados, apenas 186 deles possuem titulação de mestrado *stricto sensu* e o que importa neste estudo é a real importância percebida pelo mercado quando da presença de um conselheiro com estes atributos.

O mesmo vale para a titulação de doutorado que, com índices ainda menores, ainda é uma realidade distante para os membros dos conselhos de administração. Apenas 4% dos conselheiros do Brasil possuem titulação de doutor. Isso pode ser explicado também pela quantidade de programas de doutorado no Brasil. De acordo com a CAPES, existiam 49 programas de doutorado em 2010 no país.

Os destaques em termos de mestrado e doutorado ficam com a Sabesp, empresa de distribuição de água de São Paulo que possui 60% do seu quadro de mestres e 30% de doutores, e a Fleury, empresa que possui a maior quantidade de doutores em termos percentuais do Brasil – 44% do seu conselho composto por doutores e 22% de mestres. Em linhas gerais, pode-se dizer que um terço das empresas possui ao menos 1 conselheiro com título de mestre e 20% das empresas possui ao menos um membro com título de doutor.

Seguindo o raciocínio da contribuição de uma determinada titulação para o mercado profissional, foi analisada também a quantidade de conselheiros que possuem algum tipo de treinamento executivo em seus currículos, visto que este tipo de qualificação é bastante específico e voltado para o mercado, pode ter seus custos previstos no orçamento do conselho de administração (IBGC, 2010, p. 43) e pode apresentar relação com a *performance* e o valor da firma. Cerca de 24% das firmas brasileiras possuem ao menos 1 conselheiro com treinamento executivo, um número que pode ser considerado baixo em face da especificidade deste tipo de curso. Do total de conselheiros, 5% possuem algum tipo de treinamento executivo (108 membros), sinalizando que este ainda é um cenário diferenciado no mercado, assim como o de conselhos com membros que possuem títulos de mestre e doutor.

Para o IBGC (2010, p. 32), além da experiência em gestão o conselheiro precisa ter conhecimentos de finanças e de contabilidade. Nesse sentido, as áreas de formação dos conselheiros também foram avaliadas. Os resultados apontam para um balanceamento entre conselheiros que possuem formação básica em contabilidade, administração e/ou economia e

³⁸ Para mais detalhes, vide “*The University in Ruins*” de autoria de Bill Readings (1996).

os que não possuem formação básica nessas áreas (999 conselheiros possuem formação básica em uma ou mais de uma dessas áreas, contra 1.011 conselheiros que não possuem formação básica nas áreas mencionadas).

Formações distintas das supramencionadas podem ser importantes, pois, competências diferenciadas possibilitam uma ampla troca de experiência em setores diferenciados (ALMEIDA, 2011, p. 59).

A presença de conselheiros com formação básica em Ciências Contábeis também foi avaliada em função da necessidade de se ter profissionais que saibam ler e interpretar demonstrativos contábeis nos conselhos, informação atestada também pelo IBGC (2010, p. 33). Cerca de 31% das empresas possuem ao menos 1 contabilista no seu quadro de conselheiros, o que pode ser considerado um baixo percentual em face das necessidades já comentadas. Com 67% do quadro de membros com formação básica em contabilidade, a Buettner S.A. é a empresa que possui a maior quantidade de conselheiros formados na área, em termos proporcionais.

Tabela 3. Grau de Instrução dos conselheiros.

Variável	Observações	Média	Desvio-Padrão	Min	Max
Pós-graduação lato sensu	313	1,3834	1,6756	0	7
Mestrado	313	0,5942	1,0793	0	7
Doutorado	313	0,2812	0,6437	0	4
Treinamento executivo	313	0,3450	0,6811	0	4
Não formados em Adm/Cont/Econ.	313	3,2300	1,9995	0	12
Formação básica em Adm/Cont/Econ.	313	3,1917	2,3632	0	11
Formação em Contabilidade	313	0,3099	0,5744	0	4

Fonte: elaboração própria.

A tabela 4 informa outras características individuais dos conselheiros, tais como independência, relações familiares no conselho, dedicação de tempo a outros conselhos etc.

Tabela 4. Outras características individuais dos conselheiros.

Variável	Observações	Média	Desvio-Padrão	Min	Max
Membros Independentes	313	0,8818	1,4748	0	8
Membros não-diretores	313	5,7061	2,7333	0	14
Membros com relação familiar/comercial	307	0,6808	0,4669	0	1
Presidente do conselho e CEO	309	0,5890	0,4928	0	1
Membros indicados pelo controlador	313	4,8722	2,8983	0	13
Membros que participam de 2 conselhos	313	2,3163	2,4960	0	15
Membros que participam de 3 conselhos ou mais	312	1,5481	2,0627	0	15

Fonte: elaboração própria.

Em termos de atuação independente, é possível afirmar que apenas 13,6% dos conselheiros são independentes e mais da metade das empresas brasileiras não possui sequer 1 conselheiro independente no quadro de membros (200 empresas). Por este motivo, é possível afirmar também que a maioria das empresas (91%) não segue a recomendação do IBGC de manter o conselho com maioria de membros independentes. Apenas 27 empresas seguem esta recomendação, com destaque para a Gafisa S.A., que mantém 89% do seu quadro de membros de forma independente. Embora as empresas não sigam a recomendação do IBGC quanto à independência dos conselheiros, a maioria massiva das empresas mantém seus conselhos compostos por maioria de conselheiros externos, ou seja, sem vínculo atual com as empresas. Apenas 5 firmas apresentam 100% do seu quadro composto por conselheiros atuantes também em cargos de direção: a Gazola Indústria, o Banco do Brasil, a IGB Eletrônica S/A, a Nordon Indústrias Metalúrgicas S.A e a Ideiasnet S/A. 40,95% das empresas possui todo o corpo de conselheiros não aliados a atividades gerenciais da empresa e cerca de 97% do total das empresas possuem a maioria de conselheiros externos.

A maioria das empresas possui conselheiros com alguma relação familiar ou comercial com outros conselheiros do mesmo grupo econômico ou com empresas relacionadas. O exemplo mais interessante é o da Petrobrás, possui em seu quadro dois conselheiros que são presidentes de bancos credores da instituição (BNDES e Santander).

A maioria das empresas mantém seus conselhos com presidentes que não ocupam a cadeira de CEO da empresa simultaneamente (58%, aproximadamente), seguindo a recomendação do IBGC (2010, p. 35) de evitar o acúmulo de funções de presidente do conselho e diretor de

uma mesma empresa “para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão”.

Para o IBGC (2010, p. 34) “a participação de um conselheiro vai além da presença nas reuniões do conselho e da leitura da documentação prévia” e, portanto, sua participação em muitos outros conselhos pode minar o objetivo das empresas. Nesse sentido, o tempo dedicado às atividades de conselheiro foi avaliado por intermédio da participação do conselheiro em outros conselhos. 35,8% dos conselheiros no Brasil participam de mais de um conselho de administração. Desses, mais da metade (66,62%) participa de três conselhos ou mais.

Menos de um terço das empresas mantém seus conselhos compostos integralmente de conselheiros que não participam de outros conselhos, 25,4% das empresas possuem mais da metade dos seus conselheiros sendo participantes de dois conselhos e 14,6% possuem mais da metade do seu quadro composto por conselheiros que participam de três ou mais conselhos.

4.1.2 Características de Remuneração dos Conselheiros

A remuneração média anual de um conselheiro no Brasil é da ordem de R\$130.064,37, dos quais 68,05% representam remuneração fixa e os outros 31,95% remuneração variável. A empresa que melhor remunera seus funcionários é o Bradesco, seguido do Banco Cruzeiro do Sul e WLM Indústria e Comércio S/A. Apesar da supremacia do setor bancário e de investimentos quando do pagamento de seus conselheiros (das 12 empresas que melhor remuneraram seus funcionários de forma fixa, 5 são do setor), em termos de remuneração variável, das 10 empresas que mais remuneram por esta modalidade, apenas duas (GP investimentos e Itaú S.A.) são deste segmento. Segundo dados divulgados pelas empresas, apenas 26 delas remuneraram seus funcionários na forma de participação nos lucros

Apenas a Dufry Brasil informou remuneração referente a benefício pós-emprego e a All América Latina referente a cessação de cargo. Assim como os planos de participação nos Lucros e Resultados, a remuneração com base em *stock options* também se mostrou pouco comum entre as empresas. Somente 14 empresas utilizam esta opção de remuneração.

4.2 Resultados da Análise Fatorial

Efetuada a análise descritiva dos dados, o uso da AF surge para identificar dimensões subjacentes às características dos conselheiros no sentido de resumir as informações e permitir uma melhor compreensão das principais características dos conselhos de administração no Brasil.

Para Hair *et al.* (2009, p. 98), “[...] a análise fatorial fornece ao pesquisador uma compreensão clara sobre quais variáveis podem atuar juntas e quantas variáveis podem realmente ser consideradas como tendo impacto na análise”³⁹. Nesse sentido, o uso desta técnica foi empregada por duas razões: identificar quais são os principais atributos dos conselheiros e, por conseguinte, para a criação de um conjunto novo de variáveis que possam ser testadas por via de regressão múltipla.

Do ponto de vista estatístico, as questões de normalidade, linearidade e homocedasticidade não se consubstanciam premissas invioláveis, sendo apenas questões a serem observadas com cautela em função da possibilidade de redução da correlação entre as variáveis originais (HAIR *et al.*, 2009, p. 101).

Além da observação acerca das correlações existentes entre as variáveis, duas outras condições foram consideradas para que a aplicação da análise fatorial fosse possível: i) as características das variáveis, tais como quantidade, suas propriedades de medida e suas adequações à técnica; e ii) o tamanho necessário da amostra. Em seguida foram realizados dois testes de adequação da técnica: o teste de esfericidade de Bartlett e a estatística Kaiser-Meyer-Olkin (KMO).

É desejável que exista um alto grau de correlação entre as variáveis incluídas na Análise Fatorial. Para Fávero *et al.* (2009, p. 236), o pesquisador precisa garantir valores de correlação altos o suficiente para justificar a aplicação da AF. Nesse sentido, o Apêndice 2 visa evidenciar essas correlações por intermédio de uma matriz de correlação calculada por um método não-paramétrico, visto que a distribuição dos dados não segue os pressupostos de normalidade.

³⁹ “[...] factor analysis provides the researcher with a clear understanding of which variables may act in concern an how many variables may actually be expected to have impact in the analysis”.

4.2.1 Teste de Esfericidade de Bartlett e KMO como justificativas para o uso adequado da Análise Fatorial

O teste de esfericidade de Bartlett é usado para testar a hipótese nula de que a matriz de correlação da população é uma matriz identidade, ou seja, de que as variáveis não são correlacionadas na população, sugerindo que a análise fatorial não é apropriada. Seu resultado apresentou um *p-value* de 0,000, indicando rejeição da hipótese nula e adequação da AF para as variáveis testadas.

O teste KMO de adequação da amostra confirmou os resultados da estatística de Bartlett e se tornou necessário na medida em que a amostra não apresenta normalidade multivariada. O referido teste não tem como premissa a normalidade multivariada da amostra e identifica se as correlações parciais entre as variáveis são pequenas e compara com correlações simples, conforme a seguinte expressão:

$$KMO = \frac{\sum_{i \neq j} \sum r_{ij}^2}{\sum_{i \neq j} \sum r_{ij}^2 + \sum_{ij} \sum a_{ij}^2}$$

Em que:

r_{ij} = coeficiente de correlação entre variáveis;

a_{ij} = coeficiente de correlação parcial.

O resultado do teste foi alto (0,729), indicando que as variáveis compartilham fatores comuns. Para muitos autores, seu resultado deve ser maior do que 0,5 para que a análise fatorial seja adequada, a exemplo de FÁVERO *et al.* (2009, p. 242) e Hair *et al.* (2009, p. 102). Outro resultado que corrobora com os testes são as comunalidades superiores a 0,60 para as variáveis significantes e correlações parciais muito baixas entre as variáveis.

Em face dos testes parece razoável afirmar que a aplicação da AF é adequada, que as variáveis originais são correlacionadas e que as variáveis hipotéticas compartilham ao menos um fator comum que explica sua variância. A tabela 5 sumariza os resultados comentados.

Tabela 5. Testes de adequação da AF

Teste de Esfericidade de Bartlett	
Chi ²	3207,255
Graus de Liberdade	190
p-valor	0
H0: variáveis não são intercorrelacionadas	
Medida de Adequação da amostra de Kaiser-Meyer-Olkin	
KMO	0,729

Fonte: Elaboração própria.

4.2.2 Operacionalização da Análise Fatorial

A partir dos resultados dos testes de adequação da AF em termos de variáveis e amostra, dois passos foram seguidos para a obtenção dos resultados: i) a identificação do método de extração dos fatores; e ii) a escolha do critério que seleciona o número de fatores para explicar a estrutura subjacente dos dados.

Existem debates consideráveis acerca da qual método de extração de fatores é mais apropriado⁴⁰, porém diversos estudos empíricos apontam para resultados similares em diversas situações, principalmente quando muitas comunalidades do modelo excedem 0,60⁴¹ ou quando muitas variáveis são incluídas na AF (HAIR *et al.*, 2009, p. 106). Nesse sentido, o método de extração de fatores escolhido foi o de fatores comuns, por se aproximar melhor do problema de pesquisa na medida em que se tenta identificar os principais atributos dos conselhos de administração no Brasil.

Nesse mesmo plano, o critério da raiz latente foi utilizado para selecionar o número de fatores a serem extraídos. Além de ser a técnica mais utilizada nesse sentido, também produz resultados confiáveis quando o número de variáveis está entre 20 e 50 (HAIR *et al.*, 2009, p. 107). Por esse critério, os fatores que apresentarem *eigenvalues* superiores a 1,00 são os mais representativos para explicar a variância dos dados e, no mínimo, o fator deve explicar a variância de pelo menos uma variável utilizada no modelo (FÁVERO *et. al.*, 2009, p. 243, HAIR, 2009, p. 107).

⁴⁰ Para mais detalhes, vide Mulaik (1978), Snook e Gorsuch (1989) e Gorsuch (1990).

⁴¹ Esse foi o caso do trabalho em questão.

A partir desse entendimento, as correlações existentes entre p variáveis observáveis acerca dos conselhos de administração $\{V_i\}_{i=1,\dots,p}$ podem ser explicadas por r variáveis latentes $\{F_i\}_{i=1,\dots,p}$, no qual r é menor que p de forma que:

$$V = QF + U .$$

Em que:

$V = (V_1, \dots, V_p)$ é o vetor de variáveis observadas nos conselhos de administração;

$F = (F_1, \dots, F_r)$ é o vetor de fatores extraídos das variáveis (V_1, \dots, V_p)

$Q = (q_{i,j})$ é a matriz de cargas fatoriais $p \times r$ que representam a quantidade que a variável observável é explicada pelo fator, no qual q^2 representa a variância de p explicada por r .

$U = (U_1, \dots, U_p)$ assemelha-se ao termo do erro em uma regressão múltipla e representa o vetor com variância específica.

Adicionalmente, os dados foram interpretados com base em cargas fatoriais significantes e rotacionadas. Conforme sugere o próprio nome, rotaciona-se os eixos de referência em torno da origem para que uma posição adequada seja alcançada e os resultados sejam representados de uma forma mais clara. Foi escolhido o método de rotação ortogonal e não o oblíquo pelo fato dos “[...] procedimentos analíticos para rotações oblíquas não [serem] tão bem desenvolvidos e ainda estão sujeitos a ponderações consideráveis”⁴² (HAIR *et al.*, 2009, p. 113). O método rotacional utilizado foi o *varimax*, visto que é o método ortogonal mais aconselhável em comparação ao *quartimax* (IBID, 2009) e é o método que mais se aproxima dos objetivos da pesquisa, visto que tende a diminuir o número de variáveis com altas cargas em um único fator, simplificando a interpretação (FÁVERO *et al.*, 2009, p. 244).

4.2.3 A Análise Fatorial e os atributos qualitativos dos conselhos de administração

De acordo com o critério raiz latente de extração de fatores, cinco variáveis subjacentes foram identificadas após a execução da Análise Fatorial. Os dados podem ser analisados na tabela 6 e 7. Adicionalmente, os fatores 6, 7 e 8 foram mantidos por serem relevantes na literatura sobre o tema e por representarem características significantes para o modelo (cargas fatoriais

⁴² “...the analytical procedures for performing oblique rotations are not as well developed and are still subject to some controversy”.

acima de 0,40), embora não possuíssem capacidade significativa de explicação da variância total.

Tabela 6. Fatores extraídos pelo critério de Raiz Latente

Fator	Eigenvalue	Diferença	Proporção	Acumulado
Fator 1	1,9168	0,1431	0,2033	0,2033
Fator 2	1,7737	0,0002	0,1882	0,3915
Fator 3	1,7736	0,3983	0,1880	0,5795
Fator 4	1,3753	0,3187	0,1459	0,7254
Fator 5	1,0566	0,3032	0,1121	0,8374

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 7. Cargas fatoriais rotacionadas e variância específica

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5	Fator 6	Fator 7	Fator 8	Singul.	Comun.
freqreu									0,7216	0,2784
qcons							0,5405		0,4597	0,5403
qconss									0,6014	0,3986
qmulh									0,5955	0,4045
mandato									0,6943	0,3057
idademin									0,5061	0,4939
idademax									0,4821	0,5179
idademed									0,6555	0,3445
ipos									0,4435	0,5565
imdm					0,6148				0,3796	0,6204
imdd					0,6396				0,4380	0,5620
itreinexec								0,5076	0,5669	0,4331
caadm				0,7137					0,3186	0,6814
cacont									0,6974	0,3026
caindep						0,5411			0,4524	0,5476
caindep2									0,6520	0,3480
cacontrol						-0,5982			0,5132	0,4868
ibusy			0,8718						0,1128	0,8972
ibusy2			0,8661						0,1137	0,8863
remfixm		0,8944							0,0878	0,9122
remvarm	0,9492								0,0434	0,9566
rposempm									0,5234	0,4766
rcescargom									0,5492	0,4508
rempartm		0,9098							0,0804	0,9196
remacoesm	0,9407								0,0448	0,9522

Nota: As lacunas das tabelas representam cargas fatoriais abaixo de (0,50) e os destaques representam fatores com *eigenvalues* acima de 1,00. Freqreu = frequência das reuniões; qcons = quantidade de conselheiros efetivos; qconss = quantidade de conselheiros suplentes; qmulh = quantidade de mulheres no conselho; ipos = proporção de conselheiros com pós *lato sensu*; imdm = proporção de conselheiros mestres; imdd = proporção de conselheiros doutores; itreinexec = proporção de conselheiros que fizeram treinamento executivo; caadm = proporção de membros com formação básica em administração, contabilidade e/ou economia; cacont = proporção de conselheiros com formação básica em contabilidade; caindep = proporção de conselheiros independentes; caindep2 = proporção de membros que não fazem parte da diretoria executiva da empresa;

cacontrol = proporção de membros indicados pelo controlador; ibusy = proporção de membros que participam de dois conselhos; ibusy2 = proporção de membros que participam de três ou mais conselhos; remfixm = remuneração fixa média dos últimos três anos; remvarm = remuneração variável média dos últimos três anos; rposempm = remuneração média baseada em benefícios pós-emprego; rcscargom = remuneração média baseada em cessação de cargo; rempartm = remuneração média com base na participação nos lucros; remacoesm = remuneração média baseada em ações.

Fonte: Elaboração própria.

O resultado sugere que cinco fatores explicam cerca de 84% da variância dos dados compostos por 23 variáveis que exprimem características dos conselhos de administração no país. Cada fator (com exceção do fator 4) compartilha mais de uma característica – o que é normal na AF, visto que em um estudo exploratório no qual muitas variáveis são incluídas no modelo a correlação entre as variáveis tende a ser alta – e apresenta de forma clara uma visão preliminar das principais características dos conselhos de administração. Nesse contexto, os fatores 1, 2, 3, 4 e 5 podem ser assim identificados, respectivamente por: remuneração variável, remuneração fixa e participação nos lucros, nível de dedicação do conselheiro, área de concentração da formação básica e pós-graduação *stricto-sensu*.

Do total de 23 variáveis analisadas por intermédio da AF, menos de um quarto explicam a maioria da variância dos dados, e a remuneração dos gestores se mostrou de grande importância para explicar quase metade de toda essa variância (considerando a soma dos fatores 1 e 2). A remuneração variável dos conselheiros – tanto em termos gerais quanto a opção de remuneração baseada em ações – se portou como sendo a principal característica por ser a que explica a maior parte da variância dos dados analisados. Representada pelo Fator 1, essa característica explicou mais de 20% da variância. O Fator 2 corrobora a importância da remuneração dos gestores sob o prisma das variáveis analisadas. A remuneração fixa e a remuneração com base em participação nos lucros se mostraram significantes para explicar outra grande fatia (cerca de 18,81%) da variância dos dados.

O tempo dedicado a outros conselhos por parte do conselheiro também se mostrou uma característica importante para explicar a variância dos dados, formalizando o terceiro fator, que explicou 18,80%.

Os fatores 4 e 5 exprimem a importância da área de formação do profissional e do seu grau de instrução, respectivamente. 14,59% da variância dos dados são explicadas pela característica relativa à formação em Administração, Economia e/ou Contabilidade. A presença de conselheiros portadores de grau de mestre e de doutor também sinalizam características

importantes para os conselhos – em consonância com resultados indicados por Almeida (2011) – no momento em que explica mais de 10% da variância dos dados. Já a formação específica em contabilidade não apareceu como fator importante para explicar a variância, divergindo dos testes realizados por Almeida (2011). Porém, sua fraca comunalidade resultante da AF (uma das mais baixas) sugere que esta variável não pode ser bem representada pela técnica de análise fatorial, indicando a necessidade de utilização de outras técnicas multivariadas de dependência para evidenciação de sua real importância dentro do contexto dos conselhos de administração.

Assim como a presença de contabilistas nos Conselhos, características importantes como frequência das reuniões, relação entre *CEO* e presidente do conselho e presença de mulheres no conselho não se mostraram adequadas para serem analisadas pela técnica de análise fatorial dentro deste conjunto de dados analisados (comunalidades muito baixas), sugerindo a utilização de outras técnicas multivariadas para realização de testes mais conclusivos. Para IBGC (2011, p. 3), esse assunto é ainda recente na literatura nacional e passa a ser relevante na medida em que alguns países adotam regras que obrigam ou sugerem adesões voluntárias à presença feminina nos conselhos de administração. Portanto, embora o presente trabalho se limite a testar empiricamente apenas a influência de características identificadas pela AF no mercado de capitais, salienta-se a importância de pesquisas empíricas sobre esse tema, visto que é uma tendência e existe pouca literatura no país.

Os *outputs* dos fatores 6, 7 e 8 foram mantidos por apresentarem concomitantemente cargas fatoriais relevantes para amostra e por representarem características importantes dentro da literatura. Apesar de não explicar uma porção alta da variância (*eigenvalue* abaixo de 1) e, admitindo que o fator 6 possa ser identificado como “influência do controlador na independência do conselho”, é possível que supremacia do controlador no comando da nomeação dos conselheiros possa minar o ambiente de independência do conselho, condizente com a assertiva de Dutra e Saito (2002, p. 23) de que:

a composição [...] dos conselhos de administração [no Brasil] não permite o pleno exercício do seu papel de fiscalização das atividades dos executivos, no que se refere à ocorrência de conflitos de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

Já o fator 8 indica que o treinamento de executivos também pode ser uma característica importante dentro do prisma dos conselhos de administração. Apesar de não ser frequentemente tratado na literatura de governança corporativa, estudos na área de negócios e finanças como os de Lynch e Black (1998) nos Estados Unidos e Zamora (2006) na França fornecem evidências de que os esforços de formação e treinamento de executivos, combinados com esforços de reorganização do trabalho, melhoram o desempenho das firmas. Para Biondi e Rebérioux (2012, p. 10):

nas últimas décadas, os códigos e regulamentações de governança corporativa acerca dos membros do conselho têm insistido na necessidade de conhecimentos específicos em contabilidade e finanças, adquirida através de *MBA*s (*Master Business Administration*) [...], mas esses códigos têm negligenciado em não dar ênfase semelhante à necessidade de familiarização com as condições sócio-econômicas que o negócio foi iniciado e com as escolhas posteriores que foram feitas em relação ao desenvolvimento e a evolução da empresa ao longo do tempo”.⁴³

O fatores 6 e 7 representam características de estrutura dos conselhos muito estudadas na literatura de governança. Estudos realizados sobre o tamanho do conselho podem ser encontrados em alguns trabalhos nacionais e em diversos trabalhos internacionais, a exemplo de Silveira (2002, 2004) e Andrade, Salazar e Calegário (2009) no Brasil e Lipton e Lorsch (1992) e Kiel e Nicholson (2003) no exterior (Estados Unidos, e Austrália, respectivamente). Em termos de pesquisas sobre atuação de independentes no conselho também não é diferente. Pelo fato de ser um tema bastante controverso e apresentar resultados divergentes (BHAGAT e BLACK, 1999, p. 924), não existe consenso sobre a influência desta característica no valor e desempenho das firmas. Entende-se, nesse sentido, que essas duas variáveis comumente encontradas na literatura, apesar de serem relevantes para explicar uma parte da variância de um conjunto maior de dados sobre o ambiente dos conselhos, não explicam muito da variância quando comparados com os fatores 1 a 5.

Ainda em termos de técnica utilizada, é importante salientar que este tipo de abordagem não exclui a possibilidade de resultados diferentes quando da aplicação de outras técnicas

⁴³ In recent decades, corporate governance codes and regulations regarding Board members have insisted on their literacy in accounting and finance, acquired through MBA training [...], but these codes and regulations have neglected to place similar emphasis on familiarity with the socio-economic conditions in which business processes were initiated and with the subsequent choices that were made in relation to the firm's development and evolution over time.

multivariadas sobre os mesmos dados. O fato de determinados atributos explicarem a maior parte da variância dos dados que caracterizam os conselhos de administração não implica necessariamente que o mercado os enxergue como mais importantes. Em outras palavras, uma variável importante para explicar a maior parte das características do conselho pode não sinalizar importância para o investidor no momento do investimento. Por termo, o índice de qualidade dos conselhos de administração pode responder com mais propriedade esse detalhe.

4.2.4 Desenvolvimento de índices de qualidade dos conselhos de administração e os sinais de mercado

Cinco índices foram construídos de acordo com os resultados da AF no sentido de testar a relação entre os fatores identificados na referida técnica e os sinais de mercado. Esses índices foram calculados conforme item 3.4.2. Os principais resultados das regressões múltiplas podem ser sumarizados nas tabelas 8, 9 e 10 seguintes.

Destaca-se que a utilização desta técnica para relacionar os fatores com as variáveis independentes não é o objetivo primordial desse trabalho, pelos motivos que se destacam: i) o problema de pesquisa foi limitado à identificação dos principais fatores que caracterizam os conselhos de administração, no sentido de colaborar com a literatura e possibilitar que futuras pesquisas sejam realizadas sob a ótica das altas correlações entre as características dos conselhos de administração no país. ii) pesquisas que relacionam variáveis dependentes com valor e desempenho das firmas em um único período não levam em consideração a variação das características ao longo do tempo e, iii) o ano de 2009 foi um ano atípico em função da crise que se instalou em 2008, o que sugere um possível viés nos dados divulgados pelas firmas em função da recuperação do mercado nesse período.

Para aumentar a robustez dos resultados, as regressões foram rodadas sob quatro tipos de filtros para tratamento de dados: i) dados brutos, com todas as empresas com presença em bolsa diferente de zero no período; ii) empresas do item i) que possuem liquidez $> 0,001$; iii) empresas do item ii) com filtro de *outlier* de score Z padronizado, eliminando-se desvios-padrões acima e abaixo de 3 desvios; iv) *winsorization* (10%, cinco em cada cauda) das empresas do item i).

É importante salientar também que todos os resultados reportados foram robustos por intermédio da correção de White do termo do erro. Geralmente, relações de dependência em

cross-section utilizam erros-padrão robustos com correção de White pelo fato de ser válido tanto na presença de homocedasticidade quanto na de heterocedasticidade, no qual tanto o erro padrão quanto a estatística t são ajustados (WOOLDRIDGE, 2002, p. 57).

Duas variáveis dependentes não se mostraram adequadas para medir a *performance* das firmas neste trabalho, haja vista que o modelo com ROA apresentou problemas de estatística F e com ROE apresentou coeficientes muito baixos. Os testes não puderam rejeitar a hipótese nula de que os coeficientes das variáveis independentes são iguais a zero para explicar o ROA. Já nas relações de dependência com o ROE, os coeficientes dos fatores reportaram valores abaixo de 0,00. Nesse sentido, os resultados foram comentados com base em três medidas: retorno (ret), retorno anormal (ra) e Q de Tobin, representados pelas tabelas 8, 9 e 10, respectivamente.

De forma geral, uma característica se destaca pelos seus resultados: o fator que mede o grau de instrução dos conselheiros se comporta de forma diferente para explicar medidas de valor e de *performance*. Apesar de significantes a 1% e 5%, dependendo do filtro utilizado, para as medidas de valor as regressões reportaram coeficientes negativos, sugerindo que empresas que possuem conselhos com maior proporção de mestres e doutores no seu quadro são menos valorizadas pelo mercado. Já os coeficientes deste mesmo fator se apresentaram de forma positiva para explicar o Q de Tobin das firmas, sugerindo que empresas que possuem conselhos com maior proporção conselheiros mestres e doutores tendem a apresentar melhores desempenhos.

Os resultados são parcialmente condizentes com Almeida (2011). O autor encontrou que, em relação à *performance*, firmas brasileiras que possuem conselheiros com alto grau de formação, possuem maior desempenho; mas salienta que não é possível afirmar que a diversidade de formação dos conselheiros implica em melhores desempenhos (IBID, 2011, p. 62). Na pesquisa em tela os resultados indicam que existe uma relação positiva entre conselheiros formados em administração, economia e/ou contabilidade e o desempenho das firmas, porém não é possível afirmar que os coeficientes desse fator são diferentes de zero (Prob > F maior que 0,50). Já a mesma relação para o valor das empresas não se apresentam estatisticamente significantes.

Adicionalmente, todos os coeficientes das variáveis estatisticamente significantes foram baixos. Esse resultado merece importante destaque e uma análise cautelosa. Partindo da premissa de que a técnica de AF utilizada construiu fatores não correlacionados a partir de características extremamente correlacionadas entre si, esses resultados sugerem que outras pesquisas já realizadas podem ter identificado relações positivas entre algumas características dos conselhos com valor e desempenho das firmas de forma inadequada. Porém, os resultados sobre esse ponto de vista devem ser melhor investigados em futuras pesquisas, abrangendo um espaço temporal maior, menos enviesado para permitir a identificação das mudanças de características ao longo do tempo e a obtenção de resultados mais robustos nesse sentido.

A análise das tabelas 8, 9 e 10 permitem as seguintes considerações:

- O fator que mede a remuneração variável (fator 1) não conseguiu explicar de forma significativa nenhuma das medidas de valor e desempenho das firmas, portanto, não é possível afirmar com clareza que a remuneração variável possui influência positiva na performance e no valor das firmas;
- A remuneração fixa e com base na participação nos lucros (fator 2) possui uma relação negativa com o valor e o desempenho das empresas. Consistente com a literatura e com os códigos de boa governança, esse resultado sugere que conselheiros financeiramente dependentes podem minar o objetivo de monitoramento neutro da gestão. Todavia, esse resultado não se mostrou muito consistente quando dos diferentes tipos de filtro de dados utilizados;
- Também com pouca consistência entre os diferentes tipos de filtros de dados, o fator 3, que mede a dedicação do membro ao conselho, só se mostrou estatisticamente significativa para explicar o Q de Tobin com o filtro (iii). Apesar de não significativa, esse fator mostrou possuir influência negativa no valor das firmas, mas, curiosamente, influencia de forma positiva no desempenho delas, sugerindo que membros com mais vivência em outros conselhos paralelos podem ser enxergados no mercado como sendo mais efetivos no monitoramento da gestão dessas empresas;

- O fator 4 (formação básica em adm/cont/econ) também não se mostrou significativa para explicar o valor das firmas. Em termos de desempenho não foi possível rejeitar a hipótese nula de que os coeficientes são diferentes de zero;
- O quinto e último fator, que mede o grau de instrução do profissional em relação a cursos *stricto sensu*, foi significativa para explicar tanto o valor quanto o desempenho das empresas. Não obstante, as relações entre esse fator e as variáveis dependentes são díspares, sugerindo que este tipo de profissional contribui de forma direta para o aumento do desempenho das firmas, mas possui relação inversa com o valor delas.

Tabela 8. Resultados da Regressão (ret)

$$ret_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 f1_{i,t} + \beta_2 f2_{i,t} + \beta_3 f3_{i,t} + \beta_n fn_{i,t} + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END2_{i,t} + \omega_3 n1_{i,t} + \omega_4 n2 + \omega_5 nm_{i,t} + \omega_6 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Var. Explic.	Filtro (i)	Filtro (ii)	Filtro (iii)	Filtro (iv)
f1 (rem. var.)	0,0228 (1,27)	0,0214 (0,99)	0,02324 (1,09)	0,0205 (1,21)
f2 (rem. fix.)	-0,1120 (1,33)	-0,0367 (1,07)	-0,0389 (1,09)	-0,0908 (1,32)
f3 (dedicação)	-0,0305 (0,84)	-0,0236 (0,65)	-0,0321 (0,96)	-0,0242 (0,83)
f4 (form. básica)	0,0796 (1,07)	0,0728 (0,98)	0,0835 (1,12)	0,0708 (1,22)
f5 (mestr. e doc.)	-0,0936** (2,03)	-0,1107** (2,12)	-0,1354*** (3,08)	-0,0960*** (2,66)
tam	0,0505* (1,82)	0,0467 (1,58)	0,0716 (1,74)	0,0331 (1,45)
end2	-0,0060 (0,29)	0,0002 (0,01)	-0,0146 (0,60)	-0,0090 (0,51)
n1	0,1028 (1,34)	0,0578 (0,73)	0,0873 (1,15)	0,1138* (1,69)
n2	0,1428 (1,37)	0,0965 (0,89)	0,1185 (1,11)	0,1494* (1,62)
nm	0,2626*** (3,63)	0,2126*** (2,74)	0,2353*** (3,14)	0,2317*** (4,01)
ADR	-0,2339*** (2,63)	-0,2686*** (2,84)	-0,2558*** (2,72)	-0,1777*** (2,29)
intercepto	-0,3532 (0,71)	-0,3393 (0,62)	-0,6190 (0,95)	0,0814 (0,21)
R ²	0,134	0,1152	0,1551	0,1562
N	189	174	170	189
Prob > F	0,0005	0,0023	0,0014	0,0003

Notas: Esta tabela apresenta os resultados da regressão para o retorno das ações, sobre os fatores dos conselhos, controlados por tamanho, endividamento, níveis diferenciados de governança e ADR. A métrica de endividamento (end) foi suprimida pelo fato de apresentar resultados consistentes com o end2, porém com coeficientes menos expressivos. Os erros padronizados estão reportados em parênteses e o (*), (**) e (***) representam o nível de significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 9. Resultados da Regressão (ra)

$$ra_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 f1_{i,t} + \beta_2 f2_{i,t} + \beta_3 f3_{i,t} + \beta_n f_n_{i,t} + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END2_{i,t} + \omega_3 n1_{i,t} + \omega_4 n2 + \omega_5 nm_{i,t} + \omega_6 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Var. Explic.	Filtro (i)	Filtro (ii)	Filtro (iii)	Filtro (iv)
f1 (rem. var.)	0,0425 (0,97)	0,0387 (0,73)	0,0476 (0,97)	0,0379 (1,00)
f2 (rem. fix.)	-0,4016** (1,98)	-0,1446* (1,74)	-0,1065 (1,45)	-0,2359* (1,67)
f3 (dedicação)	-0,0824 (0,82)	-0,0649 (0,65)	-0,0825 (1,05)	-0,0493 (0,80)
f4 (form. básica)	0,1393 (0,78)	0,1490 (0,81)	0,2312 (1,42)	0,1483 (1,19)
f5 (mestr. e doc.)	-0,1807 (1,37)	-0,2145 (1,43)	-0,3001*** (3,07)	-0,2046*** (2,64)
tam	0,0754 (1,34)	0,0686 (1,11)	0,1156 (1,39)	0,0653 (1,39)
end2	0,0031 (0,05)	0,0117 (0,19)	-0,0337 (0,59)	-0,0246 (0,63)
n1	0,1079 (0,56)	0,0018 (0,01)	0,1600 (1,01)	0,2054 (1,49)
n2	0,1827 (0,76)	0,0658 (0,25)	0,1929 (0,89)	0,2836 (1,47)
nm	0,5012*** (2,56)	0,3755* (1,71)	0,5450*** (3,24)	0,5263*** (4,16)
ADR	-0,5901*** (2,88)	-0,6599*** (2,99)	-0,4957*** (2,63)	-0,3647*** (2,34)
intercepto	-1,433412 (1,31)	-1,3175 (1,09)	-1,6225 (1,32)	0,7972 (1,02)
R ²	0,075	0,0649	0,1576	0,1648
N	188	173	169	188
Prob>F	0,0002	0,0004	0,0007	0,0001

Notas: Esta tabela apresenta os resultados da regressão para o retorno anormal das ações, sobre os fatores dos conselhos, controlados por tamanho, endividamento, níveis diferenciados de governança e ADR. A métrica de endividamento (end) foi suprimida pelo fato de apresentar resultados consistentes com o end2, porém com coeficientes menos expressivos. Os erros padronizados estão reportados em parênteses e o (*), (**) e (***) representam o nível de significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 10. Resultados da Regressão (qtobin)

$$qtobin_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 f1_{i,t} + \beta_2 f2_{i,t} + \beta_3 f3_{i,t} + \beta_n fn_{i,t} + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END2_{i,t} + \omega_3 n1_{i,t} + \omega_4 n2 + \omega_5 nm_{i,t} + \omega_6 ADR_{i,t} \varepsilon_{i,t}$$

Var. Explic.	Filtro (i) ^a	Filtro (ii) ^a	Filtro (iii)	Filtro (iv)
f1 (rem. var.)	0,6133 (1,46)	0,4339 (0,84)	-0,0584 (1,43)	0,0056 (0,14)
f2 (rem. fix.)	-0,6329 (1,17)	4,6272 (1,14)	0,2444 (1,11)	-0,0662*** (3,19)
f3 (dedicação)	0,8445 (0,93)	0,8312 (0,69)	0,1165* (1,71)	0,0263 (0,47)
f4 (form. básica)	6,3012* (1,75)	8,9487** (1,98)	-0,1071 (0,66)	0,0775 (0,74)
f5 (mestr. e doc.)	0,4242 (0,31)	1,0666 (0,52)	0,1759* (1,81)	0,1401* (1,74)
tam	-11,1491 (1,48)	-14,2864 (1,52)	0,2854*** (2,73)	-0,2434*** (5,05)
end2	6,2351 (1,37)	7,7210 (1,37)	0,0433 (0,60)	0,0527 (1,32)
n1	3,6233 (0,96)	3,7184 (0,88)	-0,3832** (2,19)	-0,1721 (1,27)
n2	2,5472 (0,76)	0,7623 (0,18)	-0,2777 (1,62)	0,0681 (0,60)
nm	-1,2197 (0,60)	-3,3066 (1,02)	-0,1070 (0,73)	0,0559 (0,52)
ADR	7,9262 (1,46)	9,3921 (1,52)	0,4206*** (2,50)	0,3422*** (2,51)
intercepto	116,8362 (1,59)	157,3202 (1,65)	6,6799*** (5,08)	5,3713*** (7,59)
R ²	0,1767	0,2237	0,1662	0,1835
N	260	195	191	260
Prob > F	0,9804	0,9651	0,0024	0,0000

Notas: Esta tabela apresenta os resultados da regressão para o Q de Tobin, sobre os fatores dos conselhos, controlados por tamanho, endividamento, níveis diferenciados de governança e ADR. A métrica de endividamento (end) foi suprimida pelo fato de apresentar resultados consistentes com o end2, porém com coeficientes menos expressivos. Os erros padronizados estão reportados em parênteses, o (*), (**) e (***) representam o nível de significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente, e o ^a representa modelos de regressão com estatística F (Prob > F) acima de 0,50.

Fonte: Elaboração própria.

A despeito dos resultados apresentados, o uso das variáveis de remuneração em termos absolutos pode representar um comportamento indesejado na variância dos dados. Nesse sentido, para verificar esse fato e tornar os resultados mais robustos, utilizou-se a mesma metodologia empregada anteriormente para a mesma amostra de dados, porém foram

adotados os logaritmos naturais das variáveis de remuneração, visando diminuir a dispersão dos dados. Os resultados não sofreram modificações expressivas e são apresentados da tabela 11 à tabela 15. Algumas mudanças merecem destaque, conforme segue:

- Os resultados indicam que a remuneração continua importante para explicar a variância total dos dados (16,4%), porém, deixou de ser o fator mais importante dentre os destacados, dando lugar à dedicação do membro ao conselho;
- A remuneração fixa deixa de ser importante em termos de variância;
- A formação básica em administração, contabilidade e economia continua sendo importante no quadro de conselheiros, assim como a presença de mestres e doutores;
- A remuneração baseada em ações formou um novo fator, com *eigenvalue* menor do que 1, mas ainda assim relevante para explicar a variância dos dados;
- As questões de independência, assim como o tamanho do conselho, continuaram sendo significantes para explicar os dados, apesar dos *eigenvalues* menores que 1.

Adicionalmente, os resultados das regressões não se modificaram de forma expressiva, inclusive alguns fatores se mostraram mais significantes para explicar as variáveis dependentes, conforme tabelas 11, 12 e 23. Os fatores menos expressivos para explicar a variância dos dados (5, 6 e 7) também foram testados nas regressões. Os resultados sugerem que a remuneração baseada em ações e o tamanho do conselho se mostraram significantes para explicar o retorno e o retorno anormal nos dois filtros utilizados. Os resultados também apontam para o fato da independência não conseguir explicar o valor e o desempenho das firmas de forma significativa, consistente com diversas pesquisas nacionais e internacionais sobre o tema.

Tabela 11. Fatores extraídos pelo critério de Raiz Latente (logaritmo da remuneração)

Fator	Eigenvalue	Diferença	Proporção	Acumulado
Fator 1	1,8168	0,3860	0,2283	0,2283
Fator 2	1,4309	0,0564	0,1840	0,4123
Fator 3	1,3744	0,2282	0,1776	0,5899
Fator 4	1,1463	0,2037	0,1514	0,7413

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 12. Cargas fatorias rotacionadas e variância específica (logaritmo da remuneração)

Variáveis	Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5	Fator 6	Fator 7	Singul.	Comun.
freqreu								0,7013	0,2987
qcons							0,5779	0,4382	0,5618
qconss								0,5961	0,4039
qmulh								0,5988	0,4012
mandato								0,6586	0,3414
idademin								0,4994	0,5006
idademax								0,4533	0,5467
idademed								0,6315	0,3685
ipos								0,4314	0,5686
imdm				0,6302				0,3203	0,6797
imdd				0,6698				0,3890	0,6110
itreinexec								0,5544	0,4456
caadm			0,6959					0,3367	0,6633
cacont								0,6943	0,3057
caindep						0,5902		0,4325	0,5675
caindep2								0,6467	0,3533
cacontrol						-0,6001		0,5021	0,4989
ibusy	0,8790							0,1055	0,8945
ibusy2	0,8804							0,1048	0,8952
remfixm								0,6463	0,3537
remvarm		0,7206						0,1416	0,8584
rposempm								0,7197	0,2803
rcescargom								0,6238	0,3762
rempartm		0,8115						0,2187	0,7813
remacoesm					0,7124			0,3199	0,6801

Nota: As lacunas das tabelas representam cargas fatorias abaixo de (0,50) e os destaques representam fatores com *eigenvalues* acima de 1,00. Freqreu = frequência das reuniões; qcons = quantidade de conselheiros efetivos; qconss = quantidade de conselheiros suplentes; qmulh = quantidade de mulheres no conselho; ipos = proporção de conselheiros com pós *lato sensu*; imdm = proporção de conselheiros mestres; imdd = proporção de conselheiros doutores; itreinexec = proporção de conselheiros que fizeram treinamento executivo; caadm = proporção de membros com formação básica em adm/cont/ econ.; cacont = proporção de conselheiros com formação básica em contabilidade; caindep = proporção de conselheiros independentes; caindep2 = proporção de membros que não fazem parte da diretoria executiva da empresa; cacontrol = proporção de membros indicados pelo controlador; ibusy = proporção de membros que participam de dois conselhos; ibusy2 = proporção de membros que participam de três ou mais conselhos; remfixm = remuneração fixa média dos últimos três anos; remvarm = remuneração variável média dos últimos três anos; rposempm = remuneração média baseada em benefícios pós-emprego; rcescargom = remuneração média baseada em cessação de cargo; rempartm = remuneração média com base na participação nos lucros; remacoesm = remuneração média baseada em ações.

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 13. Resultados da Regressão (ret) – (logaritmo da remuneração)

$$ret_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 f1_{i,t} + \beta_2 f2_{i,t} + \beta_3 f3_{i,t} + \beta_n fn_{i,t} + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END2_{i,t} + \omega_3 n1_{i,t} + \omega_4 n2 + \omega_5 nm_{i,t} + \omega_6 ADR_{i,t} \varepsilon_{i,t}$$

Var. Explic.	Filtro (iii)	Filtro (iv)	Filtro (iii)	Filtro (iv)
f1 (dedicação)	-0,0229 (0,71)	-0,0151 (0,54)	-0,0273 (0,78)	-0,0272 (0,95)
f2 (rem. var.)	-0,0101 (0,83)	-0,0080 (0,33)	-0,0398 (1,41)	-0,0328 (1,45)
f3 (form. básica)	0,0749 (0,98)	0,0702 (1,17)	0,1159 (1,53)	0,1042* (1,70)
f4 (mestr. e doc.)	-0,1247*** (2,95)	-0,0896*** (2,60)	-0,1394*** (3,24)	-0,1011*** (3,02)
f5 (rem. ações)			0,0912* (1,50)	0,0948** (1,99)
f6 (independ.)			0,0335 (0,66)	0,0430 (1,06)
f7 (qtd. conselh)			-0,2049** (1,99)	-0,1357* (1,65)
tam	0,0645* (1,72)	0,0314 (1,37)	0,0901*** (1,99)	0,0490** (1,97)
end2	-0,0136 (0,55)	-0,0089 (0,50)	-0,0117 (0,44)	-0,0073 (0,39)
n1	0,0853 (1,11)	0,1122* (1,65)*	0,1364* (1,15)	0,1534** (2,23)
n2	0,1101 (1,05)	0,1424 (1,56)	0,1789** (1,98)	0,1864** (2,27)
nm	0,2324*** (3,09)	0,2313*** (4,01)	0,2313*** (2,67)	0,2109*** (3,06)
ADR	-0,2406*** (2,59)	-0,1721** (2,24)	-0,2420*** (2,61)	-0,1803** (2,41)
intercepto	-0,4839 (0,74)	0,1229 (0,33)	-1,0801 (1,49)	-0,2796 (0,67)
R ²	0,1427	0,1504	0,1820	0,1913
N	169	189	168	188
Prob > F	0,0019	0,0003	0,0000	0,0000

Notas: Esta tabela apresenta os resultados da regressão para o retorno das ações, sobre os fatores dos conselhos, controlados por tamanho, endividamento, níveis diferenciados de governança e ADR. A métrica de endividamento (end) foi suprimida pelo fato de apresentar resultados consistentes com o end2, porém com coeficientes menos expressivos. Os erros padronizados estão reportados em parênteses e o (*), (**) e (***) representam o nível de significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 14. Resultados da Regressão (ra) – (logaritmo da remuneração)

$$ra_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 f1_{i,t} + \beta_2 f2_{i,t} + \beta_3 f3_{i,t} + \beta_n f n_{i,t} \\ + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END2_{i,t} + \omega_3 n1_{i,t} + \omega_4 n2 + \omega_5 nm_{i,t} + \omega_6 ADR_{i,t} \varepsilon_{i,t}$$

Var. Explic.	Filtro (iii)	Filtro (iv)	Filtro (iii)	Filtro (iv)
f1 (dedicação)	-0,0626 (0,82)	-0,0307 (0,51)	-0,0616 (0,77)	-0,0508 (0,84)
f2 (rem. var.)	-0,0516 (0,75)	-0,0368 (0,69)	-0,1156* (1,73)	-0,0881* (1,76)
f3 (form. básica)	0,2161 (1,28)	0,1495 (1,16)	0,3000* (1,79)	0,2172* (1,65)
f4 (mestr. e doc.)	-0,2780*** (2,94)	-0,1915*** (2,59)	-0,3119*** (3,26)	-0,2156*** (3,03)
f5 (rem. ações)			0,1906* (1,69)	0,1964* (1,70)
f6 (independ.)			0,0310 (0,28)	0,0678 (0,77)
f7 (qtd. conselh)			-0,4761** (2,17)	-0,2967* (1,70)
tam	0,1015 (1,21)	0,0618 (1,30)	0,1591* (1,71)	0,0986* (1,87)
end2	-0,0321 (0,56)	-0,0250 (0,63)	-0,0289 (0,48)	-0,0221 (0,54)
n1	0,1704 (1,05)	0,2117 (1,48)	0,2790* (1,70)	0,2985** (2,09)
n2	0,1787 (0,83)	0,2713 (1,41)	0,3448** (1,90)	0,3735** (2,13)
nm	0,5456*** (3,24)	0,5300*** (4,20)	0,5713*** (3,08)	0,5047*** (3,42)
ADR	-0,4631*** (2,55)	-0,3515** (2,29)	-0,4526** (2,44)	-0,3612** (2,40)
intercepto	-1,3511 (1,10)	-0,7026 (0,92)	2,6813* (1,88)	1,5396* (1,74)
R ²	0,1491	0,1598	0,1862	0,1966
N	168	188	167	187
Prob>F	0,0008	0,0001	0,0001	0,0000

Notas: Esta tabela apresenta os resultados da regressão para o retorno anormal das ações, sobre os fatores dos conselhos, controlados por tamanho, endividamento, níveis diferenciados de governança e ADR. A métrica de endividamento (end) foi suprimida pelo fato de apresentar resultados consistentes com o end2, porém com coeficientes menos expressivos. Os erros padronizados estão reportados em parênteses e o (*), (**) e (***) representam o nível de significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 15. Resultados da Regressão (qtobin) – (logaritmo da remuneração)

$$qtobin_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 f1_{i,t} + \beta_2 f2_{i,t} + \beta_3 f3_{i,t} + \beta_n fn_{i,t} + \omega_1 TAM_{i,t} + \omega_2 END2_{i,t} + \omega_3 n1_{i,t} + \omega_4 n2 + \omega_5 nm_{i,t} + \omega_6 ADR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Var. Explic.	Filtro (iii)	Filtro (iv)	Filtro (iii)	Filtro (iv)
f1 (dedicação)	0,0821 (1,23)	0,0121 (0,22)	0,0388 (0,61)	0,0302 (0,56)
f2 (rem. var.)	0,1102 (0,86)	0,0360 (0,51)	0,1280 (0,88)	0,0154 (0,22)
f3 (form. básica)	-0,0961 (0,58)	0,0776 (0,70)	-0,1305 (0,75)	0,0956 (0,84)
f4 (mestr. e doc.)	0,1568* (1,69)	0,1378* (1,80)	0,1691* (1,81)	0,1229* (1,69)
f5 (rem. ações)			0,0514 (0,30)	0,1973 (1,53)
f6 (independ.)			0,1187 (1,06)	0,1337 (1,52)
f7 (qtd. conselh)			0,2067 (1,07)	0,0879 (0,63)
tam	-0,2656*** (2,61)	-0,2439*** (5,01)	-0,2795*** (2,72)	-0,2391*** (4,84)
end2	0,0405 (0,56)	0,0541 (1,34)	0,0365 (0,50)	0,0477 (1,17)
n1	-0,4015** (2,17)	0,1947 (1,32)	-0,4309** (2,20)	-0,1946 (1,25)
n2	-0,2666* (1,70)	-0,0779 (0,66)	-0,3717* (1,96)	-0,1632 (1,16)
nm	-0,1243 (0,85)	0,0598 (0,56)	-0,2318 (1,39)	-0,0775 (0,61)
ADR	0,3703** (2,24)	0,3584*** (2,55)	0,3325* (1,86)	0,3253** (2,34)
intercepto	6,3194*** (4,87)	5,3539*** (7,49)	6,7619*** (4,74)	5,4241*** (6,97)
R ²	0,1501	0,1779	0,1621	0,1986
N	189	260	187	258
Prob > F	0,0020	0,0000	0,0077	0,0000

Notas: Esta tabela apresenta os resultados da regressão para o Q de Tobin, sobre os fatores dos conselhos, controlados por tamanho, endividamento, níveis diferenciados de governança e ADR. A métrica de endividamento (end) foi suprimida pelo fato de apresentar resultados consistentes com o end2, porém com coeficientes menos expressivos. Os erros padronizados estão reportados em parênteses, o (*), (**) e (***) representam o nível de significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Fonte: **Elaboração própria.**

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A importância da governança corporativa e sua associação com o valor das empresas vêm sendo fortemente documentada desde o seminal trabalho de Jensen e Meckling (1976). Essa mesma assertiva possui validade quando o assunto é conselho de administração e os trabalhos de Zahra e Pearce (1987; 1989). A partir de então, diversos estudos internacionais e nacionais buscaram relacionar algumas características dos conselhos de administração com o valor e desempenho das firmas e, por muitas vezes, não puderam responder se existe uma relação significativa entre estes e aqueles.

A maior contribuição deste trabalho recai sobre os sinais encontrados de que as pesquisas sobre conselhos de administração merecem cautela quando os objetivos são de relacionar características dos conselheiros com valor e desempenho das firmas. As evidências demonstram um alto grau de correlação entre as diversas variáveis desse ambiente, indicando que a relação entre uma característica do conselho com valor e desempenho pode ser equivocada no momento em que esta possui grandes chances de estar fortemente correlacionada com diversas outras características inerentes ao conselho e, portanto, estaria exprimindo também outras características que não a examinada, podendo comprometer as análises sobre ela.

Grande parte da literatura empírica nacional sobre o tema busca relacionar sempre as mesmas características com *proxies* que medem valor e desempenho, a exemplo da independência do conselho, seu tamanho, algumas poucas pesquisas acerca da remuneração e, mais recentemente no Brasil, a questão das mulheres no conselho. No presente estudo, o objetivo foi analisar um conjunto maior de características dos conselhos de administração, permitindo uma melhor compreensão dos mesmos. A partir de então, buscou-se identificar as principais características dos CAs por intermédio da Análise Fatorial, que serviu de ferramenta para construir fatores não correlacionados entre si, eliminando o problema de variâncias comuns, específicas e de erro.

Os fatores mais importantes extraídos da Análise Fatorial foram: a remuneração, dedicação do membro ao conselho, formação básica em administração, contabilidade e/ou economia e nível de escolaridade (mestrado ou doutorado). De acordo com os resultados, esses fatores explicam mais de 80% da variância de todas as características estudadas.

Os fatores extraídos foram relacionados com Q de Tobin, ROA e ROE. Os resultados mostram uma relação negativa entre a remuneração e o retorno anormal e o Q de Tobin, sugerindo que a recomendação do IBGC de independência financeira do conselheiro é enxergada pelo mercado como sendo um fator importante.

Duas características importantes na literatura se apresentaram de forma significativa para explicar a variância dos dados, embora com *eigenvalues* menores que 1. Isso sugere que tanto o tamanho do conselho quanto os níveis de independência são importantes para entender os conselhos de administração, porém menos importantes do que outras características como a dedicação do membro ao conselho e o grau de instrução desses membros, por exemplo.

A relação entre esses fatores e as variáveis dependentes também se mostraram importantes: os níveis de independência, quando expurgada as relações de correlação com os outros fatores, não se mostraram importantes para explicar o valor e o desempenho das firmas, consistentes com os trabalhos de Bhagat e Black (1999), Dutra e Saito (2002), Silveira (2002, 2004), Silveira, Barros e Famá (2003) e Andrade *et. al.* (2009). Já a relação entre o tamanho do conselho com o valor das firmas apresentou resultados consistentes sob a premissa de altos graus de correlação entre as variáveis de conselho, e indicaram uma influência inversa e significativa do tamanho dos conselhos sobre o valor das firmas, corroborando estudos realizados por Yermack (1996), parcialmente com Silveira (2002, 2004) e inconsistente com o trabalho de Kiel e Nicholson (2003).

A dedicação do membro ao conselho (fator 4) e a formação básica em administração/contabilidade/economia também são constructos importantes. Contudo, os testes econométricos não puderam afirmar com clareza se esses fatores explicam de forma significativa o valor e o desempenho das firmas.

Salienta-se que a pesquisa apresentou limitações em função da disponibilidade dos dados, culminando em uma análise de regressão em *cross-section*. Por esse motivo, a variação das características ao longo do tempo não foi observada nesta pesquisa. O estudo também foi realizado em um ano possivelmente enviesado em função da crise instalada em 2008. Nesse sentido, as variáveis dependentes ROA e ROE não puderam ser explicadas pelos fatores em

função de apresentarem problemas de estatística F e coeficientes das variáveis explanatórias quase nulos, respectivamente.

Questões como a influência do valor e desempenho da firma nas características do conselho não foram abordadas e, portanto, sugere-se para futuras pesquisas uma análise mais profunda das relações destes fatores com o mercado, utilizando um período de tempo maior e observando questões de causalidade reversa.

REFERÊNCIAS

AFEP, ASSOCIATION FRANÇAISE DES ENTREPRISES PRIVÉES. **Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées**, dec, 2008.

ALCHIAN, A. Corporate management behavior and property rights. In: MANNE, H. (Ed). **Economic Policies and the Regulation of Securities**. Washington, DC: American Enterprise Institute, 1968.

_____. DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

_____. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. **Journal of Industrial Economics**, v. 14, n. 1, p. 30-44, 1965.

ALMEIDA, José E. F. An exploration of boards of directors' quality: the development of an index for directors attributes and the relation with firm value and performance. **Corporate Board: Role, Duties and Composition**. v.7, issue 2, p. 51-63, 2011.

ANDRADE, Adriana. ROSSETTI, José P. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ANDRADE, Lélis P. SALAZAR, German T. CALEGÁRIO, Cristina L. L. SILVA, Sabrina, S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n.4, p. 4-31, 2009.

ARCOT, Sridhar. BRUNO, Valentina. FAURE-GRIMAUD, Antoine. Corporate Governance in UK: is the comply or explain approach working?. **Internacional Review of Law and Economics**, v.30, p. 193-201, 2010.

BAYSINGER, Robert D. HENRY, Butler. Corporate Governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. **Journal of Law, Economics and Organization**, 1, p. 101-124, 1985.

BEBCHUCK, Lucian A. WEISBACH, Michael S. The state of corporate governance research. **National Bureau of Economic Research Working Paper Series**, 2009.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **The modern Corporation and Private Property**. New York: MacMillan, 1932. Tenth Printing, 2009. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=KbxhFrNr4IAC&printsec=frontcover&dq=the+modern+corporation+and+private+property&sig=5PJNd0Q8fUk9NeUK7Q-ngnNvkQ>> Acesso em: 26 de agosto de 2011.

BHAGAT, Sanjai. BLACK, Bernard S. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, v.54, p. 921-963, 1999. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=11417>>. Acesso em 02 de setembro de 2011.

BOVESPA. **Regulamento de listagem do Bovespa Mais**, 30p, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Regulamento-Bovespa-Mais.pdf>>, Acesso em 17 de outubro de 2011.

_____. **Regulamento de listagem do Nível 1**, 30p, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel1.pdf>>, Acesso em 17 de outubro de 2011.

_____. **Regulamento de listagem do Nível 2**, 43p, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNivel2.pdf>>, Acesso em 17 de outubro de 2011.

_____. **Regulamento de listagem do Novo Mercado**, 43p, 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado.pdf>>, Acesso em 17 de outubro de 2011.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre a sociedade por ações. **Diário Oficial da União – DOU**. Brasília, 1976.

BRATTON, William W. WACHTER, Michael L. Shareholder primacy's corporatist origins: Adolf Berle and 'the modern corporation'. **Journal of Corporation Law**, Vol. 34, Pg. 99, 2008.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L., LEAL, Ricardo P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v.3, n1, 2005.

CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v.39, n.4, p. 348-361, out-dez 2004.

CHUNG, Kee H. PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v.23, n.3, p. 70-74, 1994.

CNE/CES – Conselho Nacional de Educação e Câmara de Educação Superior. **Resolução nº 1**. Estabelece sobre normas para funcionamento de cursos de pós-graduação *latu sensu*, em nível de especialização. 8 de julho de 2007.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COASE, R. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, n. 1, p. 1-44, 1960.

CONYON, Martin J. HE, Lerong. Executive compensation and corporate governance in China. **Journal of Corporate Governance**, v.17, p. 1158-1175, 2011.

DA SILVA, Letícia M. NASCIMENTO, Auster M. OTT, Ernani. A Influência da lei sarbanes-oxley e do código civil brasileiro nos controles internos de empresas localizadas no Brasil, In: 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, **anais eletrônicos...**, 2007.

DAILY, Catherine M. CANNELLA, Albert A. Jr. Corporate Governance: decades of dialogue and data. **Academy of Management Review**, v.28, n.3, p. 371-382, 2003.

DALMÁCIO, Flávia Z. REZENDE, Amaury J. A relação entre o timeliness e a utilidade da informação contábil e os mecanismos de governança corporativa: evidências no mercado acionário brasileiro. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, set/dez, 2008.

DALTON, D. R. DAILY, C. M., ELLSTRAND, A. E., JOHNSON, J. L. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. **Strategic Management Journal**, v.19, p. 269-290, 1998.

DUTRA, Marcor G. L.; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea (RAC)**, v.6, n.2, p. 09-27, mai/ago 2002.

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

FÁVERO, Luiz P; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana; CHAN, Betty L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro : Elsevier, 2009.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC). The **Uk corporate governance code**, jun. 2010. Disponível em: <http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/Corporate_Governance/UK%20Corp%20Gov%20Code%20June%202010.pdf>, Acesso em 03 de outubro de 2011.

GANTENBEIN, Pascal. VOLONTÉ, Christophe. Director characteristics and firm performance. **Working Paper**, 2011. Disponível em: <http://wwz.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/Forum/Discussion_Papers/2010/2011_11_Discupaper_Volonte_Characteristics.pdf>. Acesso em 17 de agosto de 2011.

GIL, Antônio C., (2010), **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5th ed. São Paulo: Atlas.

GILLAN, Stuart L. STARKS, Laura T. The evolution of shareholder activism in the United States. **Working Paper Series**. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=959670>>. Acesso em 31 de agosto de 2011.

GOMPERS, Paul A., ISHII, Joy L., METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, 2003.

GORSUCH, R. L. **Factor Analysis**. Hillsdale, Lawrence Erlbaum Associates, 1983.

HAIR, Joseph F. BLACK, William C. BABIN, Barry J. ANDERSON, Rolph E. **Multivariate data analysis**. 7th Ed., Bookman, 2009.

HART, Oliver. Corporate Governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v.105, i.430, p. 678-689, may 1995.

HERMALIN, Benjamin E. WEISBACH, Michael S. Boards of Directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review of the Federal Resery Bank of New York**, v.9, n.1, p. 7-36, Apr, 2003.

HERMALIN, Benjamin E. WEISBACH, Michael S. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, 20, p. 101-112, 1991.

HUSE, Morten. **Boards, Governance and Value Creation**. New York: Cambridge University Press, 2007.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4ª ed., 2010.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Mulheres no conselho de administração**, 2009. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Pesquisas.aspx>>, acesso em 20/02/2012.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Relatório de mulheres na administração das empresas brasileiras listadas – 2010 – 2011**, 2011. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Pesquisas&CodPesquisas=11>>, acesso em 09/03/2012.

ITO, Sidney, DONAGGIO, Angela. **Conselho fiscal e comitê de auditoria**. KPMG Audit Comitee Institute, 2010.

JENSEN, Michael C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1ed., Massachusetts: Harvard University Press, 2001a.

_____. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, n.48, p. 831-880, 1993.

_____. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, vol.14, n.3, 2001b.

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

JOHNSON, Elmer W. An insider's call for outside direction. **Harvard Business Review**, v. 68, n.2, p. 46-56, mar-apr, 1990.

KIEL, Geoffrey C. NICHOLSON, Gavin J. Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. **Corporate Governance: an International Review**, v.11, n.3, p. 189-205, 2003.

KIM, Jae-On, MUELLER, Charles W. **Introduction for factor analysis: what it is and how to do it**. New Delhi, Sage Publications, 1978.

KING COMITEE ON CORPORATE GOVERNANCE. **Executive summary of the king report 2002**, mar 2002.

KLAPPER, Leora F., LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v.10, p. 703-728, 2004.

KLEIN, W. A. **Legal and economic perspectives on the firm**. Unpublished manuscript. Los Angeles: UCLA, 1976.

KOTHARI, C. R. **Research Methodology**. 2th ed. New Delhi, New Age International Ltd Publishers, 2004.

KRIVOGORSKY, Victoria. GRUDNITSKI, Gary. Institutional passivity and shadow corporate governance: evidence from continental Europe. **Working Paper Series**, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1086791>>. Acesso em 31 de agosto de 2011.

LA PORTA, Rafael. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v.54, n.2, p. 471-517, 1999.

LARCKER, David. TAYAN, Brian. **Corporate governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences**. New Jersey: Pearson Education, 2011.

LEAL, Ricardo P. C. OLIVEIRA, Cláudia L. T. An evaluation of board practices in Brazil. **Corporate Governance**, v.2, n.3, p. 21-25, 2002.

_____, CARVALHAL-DA-SILVA, André L., **Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)** In: Chong e López-De-Silanes (org), Investor protection and corporate governance: firm level evidence across Latin America. Stanford University Press and Inter-American Development Bank, 2007.

_____, _____, VALADARES, Silvia M. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v.6, n.1, jan/abr 2002.

_____. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração*. **Revista de Administração da USP**. São Paulo, v.39, n.4, p. 327-337, out-dez. 2004.

LEARMOUNT, Simon. **Corporate governance: what can be learned from Japan?**. Oxford University Press, reprinted 2004.

LEBLANC, Richard W. Board of directors: an inside view. **P.hD Thesis**. Schulich School of Business, York University Toronto, Canadá, 330p, 2003.

LEE, Han-Yin. The determinants of board structure and relation between firm's performance and optimal board size: empirical evidence from Taiwan. **Master Thesis**. Maastricht University School of business and Economics, 2010.

LIPMAN, Frederick D. LIPMAN, L. Keith. **Corporate governance best practices: strategies for public, private, and non-profit organizations**. New Jersey, 2006.

LIPTON, Martin. LORSCH, Jay W. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, v.48, n.1, p. 59-77, 1992.

LOPES, Alessandro Broedel. MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade uma nova abordagem**. -2. Reimpr. - São Paulo: Atlas, 2007.

LYNCH, L. M. BLACK, S. E. Determinants of employer-provided training. **Industrial & Labor Relations Review**, v.52, n.1, p. 64-80, 1998.

MALLIN, Christine A. **Corporate governance**. Oxford, 2010.

_____. **Handbook on international corporate governance: country analyses**. 2ed. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2011.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINEZ, Antônio L. Agency Theory na pesquisa contábil. XXII EnANPAD, Foz do Iguaçu-PR, set, 1998. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/econo02036/martinez.pdf>>, acesso em 27 de agosto de 2011.

MELLONE JR., Geraldo. SAITO, Richard. Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, v.39, n.4, p. 385-397, São Paulo, out/dez, 2004.

MONKS, Robert A. G. **The new global investors: how shareholders can unlock sustainable prosperity worldwide**. Oxford: Capstone, 2001.

MORCK, Randall. SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of financial economics**., n.20, p. 293-315, 1988.

MULAIK, S. A. Blurring the distinction between component analysis and common factor analysis. **Multivariate Behavioral Research**, p. 53-59, 1990.

NEVES Lóren C. LEMES, Sirlei. Efeito no retorno e na liquidez média das ações de empresas que emitiram ADRs na NYSE e das que aderiram ao novo mercado. **Revista Universo Contábil**, v.5, n.3, p. 22-42, jul/set, 2009.

NICHOLSON, Gavin J. NEWTON, Cameron J. The role of the board of directors: perceptions of managerial elites. **Journal of management & Organization**, v.16, issue 2, p. 204-218, 2010.

O'ROURKE, Norm, HATCHER, Larry, STEPANSKI, Edward J. **Step-by-step approach to using SAS for univariate and multivariate statistics**. 2th ed. SAS institute Inc, 2005.

OECD. **OECD principles for corporate governance**, 2004.

_____. **Strengthening Latin American corporate governance: the role of institutional investors**, 2011.

PRESTON, L. E. Corporation and society: the search for a paradigm. **Journal of Economic Literature**, v. 13, n. 2, p. 434-453, 1975.

PWC – Price Water House Coopers. **Comitês de auditoria no Brasil**: melhores práticas de governança – o desafio ainda continua. 2ª ed. 2007. Disponível em: <http://www.pwc.com.br/pt_BR/br/publicacoes/assets/melhores-praticas-07.pdf>, Acesso em 21 de março de 2012.

SANTOS, Cássio M. Tradições e contradições da pós-graduação no Brasil. **Educ. Soc**, Campinas, vol. 24, n. 83, p. 627-641, agosto 2003.

SAITO, Richard. SILVEIRA, Alexandre Di M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de administração de empresas**. Vol. 48, n.2, p. 79-86, abr/jun 2008.

SANTOS, Giovane Z. Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa. **Dissertação de mestrado** – Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), 100p, 2002.

SANTOS, Rafael L. SILVEIRA, Alexandre Di M. *Board interlocking* no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**. Vol. 5, n.2, p. 125-163, 2004.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, 52, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação de mestrado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo, 2002.

_____. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. São Paulo, 2004.

_____. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

_____. BARROS, Lucas A. B. C. FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras – um estudo empírico. **Revista de Gestão da USP**, v.10, n.1, São Paulo, jan/mar, 2003.

SMITH, Adam. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. A Penn State Electronic Classics Series Publication, Pennsylvania State University. 1776. Disponível em: <<http://i-ahrens.de/schule/bvw/Wealth-Nations.pdf>>, Acesso em 02 de outubro de 2011.

SNOOK, S. C., GORSUCH, R. L. Principal component analysis versus common factor analysis: a monte carlo study. **Psychological Bulletin**, p. 148-154, 1989.

STERNBERG, Lior. LEAL, Ricardo P. C. BORTOLON, Patrícia M. Affinities and agreements among major Brazilian shareholders. **International Journal of Disclosure and Governance**, v.8, p. 213-228, 2011.

TIROLE, Jean. **The theory of corporate finance**. Princeton University Press, 2006.

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

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate finance and corporate governance. **Journal of finance**, v.43, p. 567-591, jul 1988.

WILLIAMSON, Oliver E. Transaction cost economics: the origins. **Journal of Retailing**, v.86, issue 3, p. 227-231, set. 2010.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**, The MIT Press, London, England, 2002.

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

ZAHRA, Shaker A. PEARCE, John A. A model of board of director's behavior and effectiveness. **Proceedings of the Decision Science Institute Meeting**, 2, 1147-1149. 1987.

ZAHRA, Shaker A. PEARCE, John A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. **Journal of Management**, vol. 15, n.2, p. 291-334, 1989.

ZAMORA, P. Changements organisationnels, technologiques et recours à la formation dans les entreprises industrielles. **Revue Economique**, v.57, n.6, p. 1235-1257, 2006.

APÊNDICES

Apêndice 1. Descrição das variáveis do estudo.

VARIÁVEL	TIPO DE VARIÁVEL	DESCRIÇÃO DA VARIÁVEL	FONTE DE CONSULTA
avalcons **	dummy	Indica se a empresa tem mecanismos formais de avaliação do conselho de administração e/ou dos conselheiros individualmente.	FR 2010, item 12.1
confisc **	dummy	Indica se a empresa tem conselho fiscal instalado	FR 2010, item 12.1
dtconfisc **	quant	Data da instalação do conselho fiscal	FR 2010, item 12.1
comaud **	dummy	Indica se a empresa tem comitê de auditoria instalado	FR 2010, item 12.1
dtcomaud **	quant	Data da instalação do comitê de auditoria	FR 2010, item 12.1
comadm **	dummy	Indica se a empresa tem conselho de adm. instalado	FR 2010, item 12.1
dtcomadm **	quant	Data da instalação do conselho de administração	FR 2010, item 12.1
freqreu *	quant	Frequência mínima anual das reuniões ordinárias do CA.	FR 2010, item 12.4
qcons *	quant	quantidade de conselheiros no CA	FR 2010, item 12.6
qconss *	quant	quantidade de conselheiros suplentes no CA	FR 2010, item 12.6
qmulh *	quant	quantidade de mulheres no CA	FR 2010, item 12.6
idademin *	quant	idade do conselheiro mais novo	FR 2010, item 12.6
idademax *	quant	idade do conselheiro mais velho	FR 2010, item 12.6
idademed *	quant	idade média dos membros do CA	FR 2010, item 12.6
ipos *	quant	indica quantos membros do CA tem pós-graduação (lato sensu ou stricto sensu)	FR 2010, item 12.6
imdm *	quant	indica quantos membros do CA tem mestrado	FR 2010, item 12.6
imdd *	quant	indica quantos membros do CA tem doutorado	FR 2010, item 12.6
itreinexec *	quant	indica quantos conselheiros fizeram treinamento em algum curso para executivos ou conselheiros (ex.: IBGC, FDC, Harvard)	FR 2010, item 12.8
canonadm *	quant	quantidade de membros do CA que não tem formação (básica ou pós-graduação) em administração, contabilidade ou economia	FR 2010, item 12.6

caadm *	quant	quantidade de membros do CA que tem formação (básica ou pós-graduação) em administração, contabilidade ou economia	FR 2010, item 12.6
cacont *	quant	indica quantos membros com formação em contabilidade	FR 2010, item 12.6
caindep1 *	quant	quantidade de membros do conselho que tem característica de independência	FR 2010, item 12.6
caindep2 *	quant	quantidade de membros do conselho que não fazem parte da diretoria executiva da empresa	FR 2010, item 12.6
caindep3 **	dummy	membros do conselho que têm relação comercial (12.10) ou familiar (12.9)	FR 2010, item 12.6, 12.9 e 12.10
chairceo **	dummy	será igual a 1 se o CEO e o presidente do conselho forem pessoas diferentes	FR 2010, item 12.6
cacontrol *	quant	indica quantos conselheiros foram indicados pelo controlador	FR 2010, item 12.6
ibusy *	quant	indica quantos conselheiros ocupam cadeiras em conselhos de outras empresas	FR 2010, item 12.6.i
ibusy2 *	quant	indica quantos conselheiros ocupam cadeiras em mais do que dois conselhos de outras empresas	FR 2010, item 12.6.i
remvar **	dummy	os membros do CA recebem algum tipo de remuneração variável	FR 2010, item 13.2.c.ii
remvaracoes **	dummy	os membros do CA recebem algum tipo de remuneração baseada em ações	FR 2010, item 13.2.c.v
remfix08 **	valor (R\$)	conselho - remuneração fixa Total	FR 2010, item 13.2.c.i
remvar08 **	valor (R\$)	conselho - remuneração variável Total	FR 2010, item 13.2.c.ii
rempartluc08 **	valor (R\$)	conselho - participação nos Lucros	FR 2010, item 13.2.c.ii
rposemp08 **	valor (R\$)	conselho - benefícios pós-emprego	FR 2010, item 13.2.c.iii
rcargo08 **	valor (R\$)	conselho - benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo	FR 2010, item 13.2.c.iv
remacoes08 **	valor (R\$)	conselho - remuneração baseada em ações	FR 2010, item 13.2.c.v
remfix09 **	valor (R\$)	conselho - remuneração fixa Total	FR 2010, item 13.2.c.i
remvar09 **	valor (R\$)	conselho - remuneração variável Total	FR 2010, item 13.2.c.ii

rempartluc09 **	valor (R\$)	conselho - participação nos Lucros	FR 2010, item 13.2.c.ii
rposemp09 **	valor (R\$)	conselho - benefícios pós-emprego	FR 2010, item 13.2.c.iii
rcescargo09 **	valor (R\$)	conselho - benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo	FR 2010, item 13.2.c.iv
remacoes09 **	valor (R\$)	conselho - remuneração baseada em ações	FR 2010, item 13.2.c.v
remfix10 **	valor (R\$)	conselho - remuneração fixa Total	FR 2010, item 13.2.c.i
remvar10 **	valor (R\$)	conselho - remuneração variável Total	FR 2010, item 13.2.c.ii
rempartluc10 **	valor (R\$)	conselho - participação nos Lucros	FR 2010, item 13.2.c.ii
rposemp10 **	valor (R\$)	conselho - benefícios pós-emprego	FR 2010, item 13.2.c.iii
rcescargo10 **	valor (R\$)	conselho - benefícios motivados pela cessação do exercício do cargo	FR 2010, item 13.2.c.iv
remacoes10 **	valor (R\$)	conselho - remuneração baseada em ações	FR 2010, item 13.2.c.v
remfixm *	valor (R\$)	Remuneração fixa média dos últimos 3 anos	Calculado
remvarm *	valor (R\$)	Remuneração variável média dos últimos 3 anos	Calculado
rposempm *	valor (R\$)	Remuneração média dos últimos três anos baseada em benefícios pós-emprego	Calculado
rcescargom *	valor (R\$)	Remuneração média dos últimos três anos baseada em benefícios de cessação de cargo.	Calculado
rempartlucm *	valor (R\$)	Média da participação nos lucros dos últimos 3 anos	Calculado
remacoesm *	valor (R\$)	Média da remuneração baseada em ações dos últimos 3 anos	Calculado

Nota: (*) representa as variáveis incluídas na AF; (**) representa as variáveis adicionais para formar a análise descritiva que compõe o item 4.1 deste trabalho.

Fonte: Elaboração própria.

Apêndice 2. Matriz de Correlações de Spearman – estatisticamente significantes a 5%.

	freqreu	qcons	Qconss	qmulh	mandato	idademin	idademax	idademed	ipos
freqreu	1,0000								
qcons	0,2597*	1,0000							
qconss		0,2871*	1,0000						
qmulh			0,2809*	1,0000					
mandato		-0,2877*			1,0000				
idademin		-0,3670*			0,2741*	1,0000			
idademax	-0,2392*		-0,2504*			0,3345*	1,0000		
idademed						0,87027*	0,7870*	1,0000	
ipos		0,5486*				-0,3198*	-0,2547*	-0,2965*	1,0000
imdm	0,2411*	0,5016*			-0,3025*	-0,2723*			0,6368*
imdd		0,4270*			-0,2907*				0,4210*
itreinexec		0,4049*	0,2651*			-0,2712*			0,5829*
caadm		0,7396*		-0,2819*		-0,4090*	-0,2549*	-0,3518*	0,7034*
cacont									
caindep		0,3570*		-0,2430*	-0,3742*				0,2867*
caindep2	0,2696*	0,9522*	0,2892*		-0,2551*	-0,3566*			0,5187*
cacontrol		0,7470*				-0,2559*			0,3646*
ibusy		0,6066*	0,3625*						0,3612*
ibusy2		0,5279*	0,3207*	-0,2606*					0,2908*
remfixm	0,2869*	0,4330*			-0,2402*			0,2678*	
remvarm							0,3370*	0,3182*	
rempartm							0,3490*	0,3496*	
remacoesm		0,2574*							0,2439*

	imdm	imdd	itreinexec	caadm	cacont	caindep	caindep2	cacontrol	ibusy
imdm	1,0000								
imdd	0,6455*	1,0000							
itreinexec	0,3694*		1,0000						
caadm	0,6411*	0,4616*	0,4449*	1,0000					
cacont				0,3177*	1,0000				
caindep	0,3239*	0,3862*		0,4405*		1,0000			
caindep2	0,4793*	0,4110*	0,4056*	0,7028*		0,3187*	1,0000		
cacontrol	0,3138*	0,3045*	0,3071*	0,4818*		-0,2387*	0,7324*	1,0000	
ibusy	0,3834*	0,3319*	0,3006*	0,4448*		0,3388*	0,6186*	0,3203*	1,0000
ibusy2	0,3526*	0,2933*		0,4276*		0,3999*	0,5317*	0,2997*	0,9528*
remfixm	0,2513*	0,2959*		0,3309*		0,3462*	0,4535*		0,4023*
remvarm	0,2509*		0,3116*						
rempartm									-0,2546*
remacoesm	0,3551*	0,2895*	0,3364*	0,2515*			0,2376*		0,2991*

	ibusy2	remfixm	remvarm	rempartm	remacoesm
ibusy2	1,0000				
remfixm	0,3457*	1,0000			
remvarm		0,3754*	1,0000		

repartm		0,3201*	0,7201*	1,0000
remacoesm	0,3280*		0,6183*	1,0000

Nota: Os asteriscos (*) representam correlações estatisticamente significantes a 5%.

Fonte: Elaboração própria.