



## GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COM O VALOR DE MERCADO E DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

**CORPORATE GOVERNANCE: AN ANALYSIS OF BOARD OF DIRECTORS  
IN RELATION WITH THE VALUE OF MARKET AND PERFORMANCE OF  
THE BRAZILIAN COMPANIES**

### **LÉLIS PEDRO DE ANDRADE**

*Mestre em Administração pela Universidade Federal de Lavras (Ufla).*

*Professor do Departamento de Gestão do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Minas Gerais.*

*Rua Faustino Bisso Alonso, 218, Jardim Glória – Lavras – MG – Brasil – CEP 37200-000*

*E-mail: lelis\_ufla@yahoo.com.br*

### **GERMAN TORRES SALAZAR**

*Doutor em Administração pela Faculdade de Economia, Administração  
e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP).*

*Professor do Departamento de Administração e Economia da Universidade Federal de Lavras (Ufla).*

*Rua Francisco Sales, 794, Centro – Lavras – MG – Brasil – CEP 37200-000*

*E-mail: criacao\_valor@ufla.br*

### **CRISTINA LÉLIS LEAL CALEGÁRIO**

*Doutora em Agricultura e Economia Aplicada pela University of Georgia (Estados Unidos).*

*Professora do Departamento de Administração e Economia da Universidade Federal de Lavras (Ufla).*

*Rua Elbert Vilela, 1731, Centenário – Lavras – MG – Brasil – CEP 37200-000*

*E-mail: ccalegario@ufla.br*

### **SABRINA SOARES SILVA**

*Mestre e doutoranda em Administração pela Universidade Federal de Lavras (Ufla).*

*Rua Nossa Senhora Aparecida, 96, Centro – Lavras – MG – Brasil – CEP 37200-000*

*E-mail: sabrinasil@yahoo.com.br*

## RESUMO

O objetivo deste trabalho foi identificar a relação da composição do conselho de administração com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foram utilizadas regressões múltiplas hierárquicas que permitem identificar não somente a relação das principais variáveis independentes selecionadas, mas também considerar os efeitos de outras características das empresas que também interferem no valor de mercado e desempenho. Como resultado, destaca-se que a composição do conselho tem exercido mais influência no valor de mercado das companhias do que no desempenho delas. A quantidade total de conselheiros mostrou-se positivamente relacionada tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho. Também se constatou que as características das empresas, como endividamento e o seu tamanho, quando interagem com as características do conselho de administração, sugerem que as recomendações do código de governança corporativa surtem efeitos diferentes nas empresas, conforme as suas características individuais.

## PALAVRAS-CHAVE

Governança corporativa; Valor de mercado; Desempenho empresarial; Conselho de administração; Regressões múltiplas hierárquicas.

## ABSTRACT

The objective of this work was to identify the relation between the composition of the board of directors, with the market of value and performance of the Brazilian companies of capital market. The hierarchic multiple regression model was used identify, not only the relation of the main independent variables selected, but, to consider the effect of other characteristics of the companies who also has influence in both the market of value and performance. As results, it can be distinguished that the composition of the administration board has exerted more influence in the

value of market of the companies than in their performance. The total of board of directors showed positively related such as with the market of value as the performance. It was also evidenced that the characteristics of the companies, as indebtedness and its size, when they interact with the characteristics of the administration advice, suggest that the recommendations of the code of corporate governance produce different effect in the companies, following its individual characteristics.

## KEYWORDS

Corporate governance; Value of market; Performance; Board of directors; Hierarchic multiple regression.

## 1 INTRODUÇÃO

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

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

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

tanto, ainda não evidenciaram uma consistência teórica. Além disso, as recomendações dos códigos de governança corporativa, sobretudo referentes às características e funções do conselho de administração, enfoque deste trabalho, ainda carecem de pesquisas e evidências empíricas sobre o ambiente corporativo das companhias brasileiras.

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

Trabalhos já realizados no Brasil, como os de Silveira (2002, 2004), Santos (2002), Silveira, Barros e Fama (2003, 2004a, 2004b, 2005), Mellone Junior e Saito (2004), Mendes-da-Silva e Melo (2005) e Mendes-da-Silva, Moraes e Rocha (2006), objetivaram identificar os efeitos que a governança corporativa tem gerado às empresas inseridas em um mercado acionário, no qual o ambiente de proteção legal aos *stakeholders* ainda não se configurou como um eficiente redutor dos conflitos de agência. Sendo assim, percebeu-se a importância de resgatar os estudos sobre as atribuições do conselho de administração tanto com relação ao monitoramento das decisões administrativas quanto à sua representação e à proteção dos direitos dos acionistas. Dessa forma, tem-se como objetivo geral verificar a relação da composição do conselho de administração com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Serão descritos, a seguir, os mecanismos de governança corporativa que promovem um ambiente de proteção legal aos acionistas. A descrição desses mecanismos permite compreender as formas que a literatura aponta para diminuir os eventuais conflitos de agência.

### 2.1 CONFLITOS DE AGÊNCIA E CÓDIGO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme os argumentos de Jensen e Meckling (1976), os administradores possuem interesses que podem ser divergentes com os interesses dos acionistas, ocorrendo o conflito de agência. Quando os administradores buscam maximizar

zar sua utilidade própria, em detrimento da utilidade dos acionistas, que são os agentes principais, aqueles podem expropriar a riqueza destes, já que poderão utilizar recursos da empresa em benefício próprio.

Ainda nessa linha de raciocínio, Baker, Jensen e Murphy (1988) argumentam que os executivos podem aumentar sua remuneração elevando o porte da empresa, mesmo quando esse aumento de tamanho reduz seu valor de mercado.

Desse modo, a criação de um ambiente de proteção legal aos investidores é considerada, na governança corporativa, o principal motivo para que as práticas de boa governança previstas nos códigos estejam presentes nas empresas. O ambiente legal, segundo Soares e Kloeckner (2006), vem sendo amplamente discutido nos estudos sobre finanças corporativas, porque as normas e a obrigatoriedade de seus cumprimentos são elementos essenciais para fazer valer os direitos dos investidores, tanto acionistas quanto credores. O ambiente legal passa, assim, a ser de vital importância.

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

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

Segundo o código de governança corporativa divulgado pela CVM, o conselho de administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria, a fim de maximizar o retorno para os acionistas, agregando valor à empresa. O conselho de administração, segundo esse órgão, deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com, pelo menos, dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. Além disso, o conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia. Em casos específicos, como o das companhias com controle compartilhado, pode-se justificar um número superior a nove membros participantes do conselho de administração. Quanto ao mandato dos conselheiros, ele deve ser unificado e seu prazo é de, no máximo, um ano, sendo permitida a reeleição.

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

a gestão dos diretores. E, por conseguinte, para evitar conflitos de interesses, o presidente do conselho de administração não deve ser também presidente da diretoria ou seu executivo principal.

Segundo o código brasileiro de governança corporativa elaborado pelo IBGC, os conselheiros devem sempre decidir no melhor interesse para a sociedade como um todo, independentemente da parte que os indicou ou os elegeu.

## 2.2 VALOR DE MERCADO E DESEMPENHO *VERSUS* CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Relacionando o valor de mercado e o desempenho com as características do conselho de administração, como o tamanho, a independência e a distinção dos diretores executivos, diversos estudos já foram realizados tanto no Brasil quanto internacionalmente. Em pesquisas brasileiras recentes, como as de Leal e Oliveira (2002), realizou-se levantamento sobre as principais práticas de conselhos no Brasil, encontrando-se baixa proporção de conselheiros independentes; quanto ao tamanho, identificou-se que metade dos conselhos era muito pequena ou muito grande. Além disso, constataram-se, ainda, a ineficácia de seus comitês e procedimentos poucos formais.

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

Mellone Junior e Saito (2004) realizaram um estudo com o propósito de analisar os principais determinantes na substituição de executivos, *turnover*, das empresas de capital aberto e como resultados constataram que o desempenho da empresa é determinante na substituição de um membro da diretoria executiva, porém isso não se aplica ao seu executivo principal. Além disso, observaram que a substituição do principal executivo da empresa é positivamente relacionada com o tamanho do conselho de administração e com a baixa liquidez e insolvência da empresa. Os autores argumentam ainda que esses resultados mostram-se como evidências do monitoramento interno exercido tanto pelos acionistas controladores quanto pelos credores.

Destaca-se também o trabalho de Mendes-da-Silva, Moraes e Rocha (2006), que verificaram a sensibilidade da substituição de executivos, *turnover*, ao desempenho da firma. Esses autores, nos resultados obtidos, constataram que o tama-

nho da empresa é um dos fatores mais determinantes do *turnover* de executivos. Além disso, observaram que empresas com maiores índices de desempenho apresentaram-se também com menores parcelas de substituição de executivos no conselho de administração.

Com relação a trabalhos internacionais, Bhagat e Black (1999) verificaram que os conselhos de empresas americanas, compostos por maioria de membros independentes, se comportam de forma diferente daqueles com predominância de membros internos (*insiders*). Os autores concluíram que o fato de existir uma maioria de conselheiros independentes não significa dizer que a empresa possui desempenho e valores de mercado maiores. Dessa forma, os pesquisadores sugerem que deve haver uma quantidade moderada de membros internos no conselho de administração. Em uma pesquisa mais recente, Helland e Sykuta (2005) apontam que conselhos de administração com uma concentração maior de diretores executivos (*insiders*) são menos efetivos em suas atividades de monitorar as decisões dos administradores.

Já outros autores, como Wagner, Stimpert e Fubara (1998) e Barnhart e Rosenstein (1998), encontraram uma relação curvilínea entre desempenho, valor de mercado e proporção de independentes. Isso sugere que conselhos de administração com uma proporção equilibrada entre executivos e não executivos tendem a apresentar resultados melhores. Hermalin e Michael (2003), em pesquisas no mercado norte-americano, constataram que uma maior proporção de conselheiros externos não é associada a um desempenho superior da empresa, mas a melhores decisões corporativas em questões como aquisições, remuneração dos gestores e substituição do *chief executive officer* (CEO). Os mesmos autores relataram ainda que o tamanho do conselho é negativamente relacionado com o desempenho das empresas e, conseqüentemente, com a qualidade das decisões tomadas. Nesse mesmo sentido, reforçaram resultados de pesquisas anteriores no mesmo mercado, como a de Yermack (1996), que encontrou relação inversa entre o tamanho do conselho e o valor da empresa, concluindo que empresas com conselhos maiores apresentam menor valor de mercado.

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

O conselho de administração é um elemento fundamental na governança corporativa das empresas, pois é considerado, segundo Silveira (2002), o princi-

pal mecanismo interno para a diminuição dos conflitos de agência, tanto entre acionistas e gestores quanto entre acionistas majoritários e minoritários. Embora o conselho de administração seja considerado um dos principais mecanismos de governança corporativa, o tema possui uma amplitude mais abrangente.

Desse modo, existem outras questões importantes ligadas à governança corporativa que, em razão do foco escolhido para esta pesquisa, não serão aqui detalhadas. Essas outras questões são relacionadas por Silveira (2002, 2004) como estrutura de propriedade, qualidade da governança corporativa, remuneração dos gestores, posse de ações por parte dos executivos e conselheiros, ativismo dos investidores institucionais, presença de um mercado de aquisição hostil e existência de um mercado de trabalho competitivo.

### 3 METODOLOGIA

Para compor o grupo de empresas estudadas, foram consideradas apenas as companhias abertas listadas na Bovespa cujas ações apresentaram liquidez mínima no período compreendido entre 2004 e 2006. Isso significa que, de acordo com o índice de economática, elas obtiveram índice de liquidez anual maior que 0,001% em cada um dos anos estudados. Dessa forma, permaneceu o mesmo conjunto de empresas nos três anos de análise. A escolha das empresas segundo o critério de liquidez de suas ações negociadas na bolsa de valores justifica-se pelo fato de o valor dessas ações estar mais próximo de seu verdadeiro valor de mercado, sendo, nesse caso, o volume de negociações considerado um indicador da intensidade em que os investidores absorvem e interpretam as informações divulgadas no mercado financeiro, além de reagir a elas

Para o cálculo da liquidez das ações (LQ), utilizou-se a fórmula do sistema de informações da economática, representada por:

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

em que:

LQ = liquidez da ação;

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

P = número total de dias do período analisado;

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

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

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

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

Além disso, foram consideradas apenas as companhias não financeiras, excluindo-se, ainda, as empresas sem informações disponíveis ou incompletas e cujas ações não foram negociadas na Bovespa durante o mês de dezembro de cada ano da amostra. Essas restrições foram realizadas porque as instituições financeiras apresentam contas diferenciadas em seus demonstrativos e características peculiares desse setor de atividade. Quanto à disponibilidade das informações, a exclusão de dados incompletos justifica-se pelo objetivo de buscar uma maior inferência dos resultados. E, por último, foram excluídas as ações que não tiveram negociações na Bovespa em dezembro de cada ano, pois foi definido esse período como referência dos valores de mercado das companhias.

Portanto, depois de implementados os critérios de seleção já citados, excluíram-se as empresas que tiveram observações válidas somente em um ou dois dos três anos de análise, permanecendo o mesmo grupo de empresas. Assim, foram obtidos 147 casos estudados, divididos em um painel de dados contendo três séries empilhadas e balanceadas.

### 3.1 MODELO DE REGRESSÃO MÚLTIPLA HIERÁRQUICA

A análise de regressão múltipla hierárquica é um método estatístico (COHEN; COHEN, 1983) muito similar à regressão *stepwise*, mas o pesquisador, e não o *software* utilizado, é quem determina a ordem de entrada das variáveis nos modelos. Estatística “F” pode ser utilizada para verificar a significância de cada variável adicionada (ou um bloco de variáveis), classificada como explicativa e que assim irá refletir no coeficiente de determinação ( $R^2$ ).

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

$$\text{Valor de mercado} = f(\text{governança corporativa})$$

$$\text{Desempenho} = f(\text{governança corporativa})$$

em que:

$$\text{Governança corporativa} = (\text{estrutura do conselho de administração})$$

No entanto, considerou-se, durante a seleção das variáveis explicativas, que o conselho de administração, embora seja o foco deste estudo, deve ser abordado de forma a ser possível avaliar os seus efeitos separadamente. Em outras

palavras, é necessário isolar o efeito de outras variáveis supostamente explicativas que ultrapassam as características da governança corporativa, definidas pelo conselho de administração. Para isso, foi proposto um modelo alternativo que permite avaliar tanto o impacto do conselho de administração quanto os impactos de outras variáveis previamente definidas, o que possibilita maior inferência dos efeitos do conselho de administração sobre o valor de mercado e o desempenho das empresas. Recorreu-se, então, ao modelo de regressão múltipla hierárquica.

Seu modelo geral pode ser descrito da seguinte forma:

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

em que:

Y = variável dependente – valor e desempenho;

$\alpha$  = intercepto;

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

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

$\beta_1$  = parâmetros estimados ou coeficientes da regressão (preditores das variáveis), em que  $\beta_3$  indica o parâmetro estimado da interação.

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

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

### 3.1.1 Fundamentação para escolha do modelo econométrico

Para que exista maior inferência sobre os resultados gerados pela regressão múltipla, Gujarati (2006) argumenta que um modelo geral, estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), possui algumas premissas básicas. Dentre elas é comum encontrar, em pesquisas onde empresas com características diferentes são os objetos de estudos, problemas na estimação do modelo devido à ausência de homocedasticidade. Nesse caso, segundo Gujarati (2006), a estimação de MQO deve ser tratada de forma especial, uma vez que encontre realmente a presença de heterocedasticidade ou heterogeneidade dos resíduos.

Um método alternativo à correção de White é a heterocedasticidade corrigida<sup>1</sup>, que calcula uma série ponderada dos resíduos.

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

### 3.2 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

O Quadro 1 apresenta a definição operacional das variáveis referentes ao valor de mercado da empresa, como desempenho, composição do conselho de administração e características individuais.

QUADRO 1

#### OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO
VM	Valor da firma (VF) = indicador fornecido pela economática
MgOp	Lucro operacional/vendas

(continua)

<sup>1</sup> Comando no programa GRETLL: Menu: Modelo/Outros modelos lineares/Heterocedasticidade corrigida.

**QUADRO I (CONTINUAÇÃO)**

**OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS**

	VARIÁVEL	DESCRIÇÃO			
GOVERNANÇA CORPORATIVA	Tamanho	Ln Ativo total	STEP 1	STEP 2	
	Características da empresa	CON			Concentração de controle do acionista controlador: razão entre o valor total de ações ordinárias em posse do controlador e o valor total de ações ordinárias emitidas pela empresa
		Endividamento			Exigível total/ativo total
	Conselho de administração	TotCA	Tamanho do conselho de administração (número total de membros presentes no conselho de administração)		
		Indep	Independência do conselho de administração Membros externos (EXT) / (TOT)		
		DE	<i>Dummy</i> indicando se o presidente do conselho é também diretor executivo da empresa (1) ou não (0)		

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os demonstrativos financeiros foram extraídos do banco de dados da econômica e os dados referentes à composição do conselho de administração extraídos dos informativos anuais (IAN), divulgados pelo sistema de divulgação externa (Divext)<sup>2</sup> da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Como os dados são de natureza secundária, *ex post facto*, foi construído um banco de dados que permite a realização de diferentes testes estatísticos. Utilizaram-se os *softwares* estatísticos SPSS<sup>3</sup> e GRETL<sup>4</sup>, e, para a tabulação dos dados, as planilhas eletrônicas do Excel.

<sup>2</sup> Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>.

<sup>3</sup> Statistical Package for the Social Sciences, versão 15.0.

<sup>4</sup> Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library, versão 1.7.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na Tabela 1 estão sumarizadas todas as variáveis utilizadas para análise dos impactos do conselho de administração sobre o valor de mercado e o desempenho das empresas.

TABELA 1

### ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

	MÉDIA	MEDIANA	MÍN.	MÁX.	DESVIO PADRÃO	CURTOSE
VM	1,00971e+007	3,03403e+006	75760	2,16500e+008	2,74661e+007	29,78
MgOp	17,50	14,90	-30,84	83,70	15,12	5,34
TotCA	10,17	9,00	3,00	26,00	5,63	0,20
Indep	0,88	0,92	0,50	1,00	0,13	0,43
LnAT	15,14	14,87	12,41	19,18	1,52	0,28
CON	68,09	65,97	30,00	100,00	18,27	-0,85
Exg/AT	57,17	57,88	7,99	94,01	16,74	0,19

Fonte: Dados da pesquisa.

Como as características do conselho de administração (TotCA, Indep e DE) serão discutidas com maior detalhamento mais adiante, o que mais chama atenção na Tabela 1 é o percentual de controle acionário em posse do acionista controlador presente nas companhias brasileiras. Com média de 68,09% de ações ordinárias, o mercado de capitais brasileiro ainda pode ser considerado com pouca pulverização acionária. Esse fato favorece o surgimento de conflitos de agência entre os próprios acionistas, como já argumentavam Leal et al. (2002) e Carvalho da Silva (2002).

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

	MÉDIA	MEDIANA	MÍN.	MÁX.	DESVIO PADRÃO	CURTOSE
LnVM	14,78	14,92	11,23	19,19	1,59	0,10

Fonte: Dados da pesquisa.

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

#### 4.1 CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

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

Os dados das tabelas 2, 3, 4 e 5 permitem constatar importantes considerações sobre o tamanho e a independência dos conselhos de administração das companhias abertas brasileiras.

TABELA 2

##### ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, 2004

	MÉDIA	MEDIANA	MÍN.	MÁX.	DESVIO PADRÃO	CURTOSE
TotCA	9,97	8,0	3,0	26,0	5,46	0,62
Percentual de conselheiros externos (Indep)	0,86	0,88	0,50	1,00	0,13	-0,02

Fonte: Dados da pesquisa.

TABELA 3

##### ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO, 2005

	MÉDIA	MEDIANA	MÍN.	MÁX.	DESVIO PADRÃO	CURTOSE
TotCA	9,85	8,0	3,0	24,0	5,48	0,29
Percentual de conselheiros externos (Indep)	0,89	0,95	0,50	1,00	0,12	0,66

Fonte: Dados da pesquisa.

**TABELA 4**

**ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO CONSELHO  
DE ADMINISTRAÇÃO, 2006**

	MÉDIA	MEDIANA	MÍN.	MÁX.	DESVIO PADRÃO	CURTOSE
TotCA	10,67	9,0	3,0	26,0	6,01	-0,23
Percentual de conselheiros externos (Indep)	0,90	1,0	0,50	1,00	0,12	0,91

Fonte: Dados da pesquisa.

**TABELA 5**

**ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO PRESENTE NA AMOSTRA TOTAL**

	MÉDIA	MEDIANA	MÍN.	MÁX.	DESVIO PADRÃO	CURTOSE
TotCA	10,17	9,00	3,00	26,00	5,63	0,20
Percentual de conselheiros externos (Indep)	0,88	0,92	0,50	1,00	0,13	0,43

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto ao tamanho, verificou-se que, em média, ele é constituído por dez membros. Esse número mostrou-se constante ao longo dos três anos de análise. Como os códigos recomendam entre cinco a nove membros no conselho de administração, a amostra revela uma tendência de essas empresas superarem esse tamanho previamente recomendado nos primeiros códigos de governança divulgados pela CVM e IBGC, já no ano de 2002.

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

Quanto aos dois cargos de diretor-presidente da companhia, os dados da Tabela 6 demonstram a tendência de mobilidade das companhias em ajustar suas estruturas do conselho de administração em função das recomendações do código de governança corporativa. Isso porque, no decorrer dos anos, aumentou o número de empresas que possuem distinção entre os cargos de diretor-presidente do conselho de administração e diretoria executiva da companhia.

**TABELA 6**

**RELAÇÃO DE EMPRESAS COM O MESMO DIRETOR EXECUTIVO  
OCUPANDO O CARGO DE DIRETOR DO CONSELHO DE  
ADMINISTRAÇÃO**

ANO	DE (NÃO)	DE (SIM)	TOTAL
2004	67,3	32,7	100
2005	77,6	22,4	100
2006	79,6	20,4	100
<b>TOTAL</b>	<b>74,8</b>	<b>25,2</b>	<b>100</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Mesmo que, nos três anos de análise, um pouco mais de dois terços das companhias (66,6%) já apresentem distinção das pessoas que ocupam esses cargos de presidência, tornam-se evidentes a sensibilidade e a tendência de as companhias atenderem a essa recomendação dos códigos de governança corporativa.

## 4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÕES

Para verificar o grau de associação entre cada uma das variáveis, é mostrada, na Tabela 7, uma matriz de correlações. Por meio dela, considerações importantes podem ser extraídas sobre o grau de relacionamento entre as variáveis.

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

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

**TABELA 7**

**MATRIZ DE CORRELAÇÃO**

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

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

Fonte: Dados da pesquisa.

- quanto maior for o tamanho do conselho de administração, menor será a probabilidade de a mesma pessoa ocupar os cargos de diretor executivo e diretor do conselho;
- quanto maior for o tamanho do conselho de administração, maior será a sua independência. Em outras palavras, os conselhos tendem a aumentar de tamanho por meio da entrada de novos conselheiros externos.

Esses três resultados estão de acordo com as recomendações previstas no código de governança corporativa, já que as companhias mostraram-se sensibilizadas com a necessidade de manter o conselho de administração mais independente e, conseqüentemente, com distinção das pessoas que ocupam os cargos de diretor executivo e diretor do conselho. Esses resultados reforçam os argumentos de Silveira (2002) em seu trabalho realizado para o período de 1998 a 2000.

### 4.3 REGRESSÕES MÚLTIPLAS HIERÁRQUICAS

#### 4.3.1 Valor de mercado

Estimou-se, inicialmente, o modelo de regressão via mínimos quadrados ordinários MQO (ou a sigla em inglês, OLS). No entanto, como foram encontrados

problemas causados pela presença de heterocedasticidade, as regressões foram realizadas via mínimos quadrados generalizados (MQG) por causa da necessidade de minimizar a variância dos estimadores, tornando-os mais consistentes e confiáveis. Assim, os dados da Tabela 8 demonstram as regressões múltiplas hierárquicas realizadas, tendo o valor de mercado como variável dependente.

**TABELA 8**

**REGRESSÃO MÚLTIPLA HIERÁRQUICA  
 PARA O VALOR DE MERCADO**

	VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTATÍSTICA-T	P-VALOR	
STEP 1	Constante	1,515	0,74317	2,0386	0,04332	**
	LnAt	0,933	0,04635	20,1302	<0,00001	***
	ExgAt	-0,013	0,00408	-3,2815	0,00130	***
STEP 2	Constante	1,185	0,75813	1,5631	0,12028	
	LnAt	0,940	0,04541	20,7064	<0,00001	***
	ExgAt	-0,018	0,00360	-5,2636	<0,00001	***
	DE	0,120	0,17273	0,6955	0,48792	
	Indep	0,357	0,43118	0,8284	0,40883	
	TotCA	0,015	0,00807	1,9426	0,05406	*
STEP 3	Constante	-5,235	3,48588	-1,5019	0,13539	
	LnAt	1,402	0,23745	5,9064	<0,00001	***
	ExgAt	-0,024	0,00307	-7,8342	<0,00001	***
	DE	0,217	0,14677	1,4788	0,14146	
	Indep	12,834	4,24529	3,0233	0,00298	***
	TotCA	-0,458	0,11585	-3,9580	0,00012	***
	Indep*LnAt	-0,844	0,28617	-2,9526	0,00370	***
	TotCA*LnAt	0,030	0,00740	4,1381	0,00006	***

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

(continua)

**TABELA 8 (CONTINUAÇÃO)**

**REGRESSÃO MÚLTIPLA HIERÁRQUICA  
 PARA O VALOR DE MERCADO**

STEP 1	N = 147	AIC = 574,98
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,7386	F (2, 144) = 207,299 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 1,46613; p-valor = 0,480434
STEP 2	N = 147	AIC = 610,10
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,792	F (5, 141) = 112,246 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 1,46103; p-valor = 0,481662
STEP 3	N = 147	AIC = 590,483
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,835	F (7, 139) = 106,673 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 0,884261; p-valor = 0,642666

Fonte: Dados da pesquisa.

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

No *Step 1*, da Tabela 8, em que o valor de mercado foi explicado apenas pelas variáveis tamanho da empresa e endividamento total, obtiveram-se os sinais dos parâmetros coerentes com expectativas *a priori*. Isso porque empresas maiores e já consolidadas no mercado tendem a ter melhores expectativas dos investidores quanto à valorização de suas ações em bolsa. Por sua vez, a variável que representa a política de endividamento utilizada pelas empresas, “ExgAt”, também mostrou-se significativa e o sinal negativo representa que o acréscimo de capital de terceiros na estrutura de capital das empresas é entendido pelo mercado como maior risco, e, por isso, investidores tendem a valorizar menos as ações dessas empresas. Um fator que reforça esses argumentos é o de que os credores, ao concederem seus empréstimos, podem proteger-se do risco de inadimplência

introduzindo cláusulas contratuais que restringem as políticas de investimentos, financiamentos e de dividendos dos administradores. Dessa forma, o mercado acionário tende a reagir de forma negativa no que tange à valorização das ações dessas companhias.

Com relação à variável “Contr”, que não foi incluída no *Step 1*, contrariando o modelo original da pesquisa, ela foi excluída por não apresentar resultados significativos (p-valores elevados), prejudicando a qualidade das especificações do modelo.

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

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

Com relação ao *Step 3*, ainda na Tabela 8, quando foram inseridas as interações entre as variáveis do *Step 1* e do *Step 2*, identificou-se, pelas interações significativas (Indep\*LnAT e TotCA\*LnAT), que ambas sinalizam que a composição do conselho de administração pode proporcionar impactos diferentes sobre o valor de mercado quanto ao tamanho da empresa. Em outras palavras, isso representa que investidores podem criar expectativas diferentes para empresas com perfis semelhantes quanto ao tamanho e à independência do conselho, mas que o tamanho da empresa (LnAT) seja, possivelmente, um elemento discriminante. Com base nisso, as recomendações do código de governança corporativa quanto ao tamanho da empresa e à independência do conselho de administração parecem não ter a mesma relação com o valor de mercado para empresas com tamanhos diferentes.

### 4.3.2 Desempenho

Assim como foi feito para o valor de mercado, para analisar os impactos da composição do conselho de administração sobre o desempenho foi necessário estimar, inicialmente, o modelo de regressão via mínimos quadrados ordinários MQO (ou em inglês, OLS). No entanto, por causa da heterocedasticidade encontrada nos resíduos, a correção desse problema fez que os estimadores fossem obtidos via mínimos quadrados generalizados (MQG), o que permite torná-los mais consistentes e confiáveis. Portanto, os dados da Tabela 9 demonstram as regressões múltiplas hierárquicas realizadas, tendo o desempenho ou a margem operacional como variável dependente:

**TABELA 9**

#### REGRESSÃO MÚLTIPLA HIERÁRQUICA PARA O DESEMPENHO

	VARIÁVEL	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	ESTATÍSTICA-T	P-VALOR	
STEP 1	Const	-26,697	8,56512	-3,1170	0,00221	***
	LnAt	3,430	0,56818	6,0369	<0,00001	***
	ExgAt	-0,159	0,05632	-2,8301	0,00532	***
STEP 2	Const	-16,407	12,30050	-1,3339	0,18439	
	LnAt	2,915	0,68956	4,2274	0,00004	***
	ExgAt	-0,149	0,05395	-2,7725	0,00631	***
	DE	-1,047	2,24111	-0,4675	0,64084	
	Indep	-7,011	7,90277	-0,8872	0,37648	
	TotCA	0,321	0,12901	2,4918	0,01387	**
STEP 3	Const	-54,757	21,9641	-2,4931	0,01383	**
	LnAt	3,467	0,70259	4,9346	<0,00001	***
	ExgAt	0,575	0,40559	1,4190	0,15812	
	DE	-0,691	2,52679	-0,2736	0,78482	
	Indep	29,266	21,9833	1,3313	0,18525	
	TotCA	0,301	0,13308	2,2664	0,02496	**
	Indep*ExgAt	-0,855	0,44392	-1,9277	0,05592	*

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

(continua)

**TABELA 9 (CONTINUAÇÃO)**

**REGRESSÃO MÚLTIPLA HIERÁRQUICA PARA O DESEMPENHO**

STEP 1	N = 147	AIC = 597,268
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,218	F (2, 144) = 21,4182 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 57,3306; p-valor = 3,55475e-013
STEP 2	N = 147	AIC = 585,05
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,221	F (5, 141) = 9,29372 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 50,6009; p-valor = 1,02839e-011
STEP 3	N = 147	AIC = 591,77
	R <sup>2</sup> Aj. = 0,256	F (6, 140) = 9,37648 (p-valor < 0,00001)
	Normalidade	Qui-quadrado(2) = 43,6189; p-valor = 3,37503e-010

Fonte: Dados da pesquisa.

Os coeficientes de determinação (R<sup>2</sup> Aj.) na ordem de 0,21, 0,22 e 0,25, para *Step 1*, *Step 2* e *Step 3*, respectivamente, indicam que as variáveis selecionadas contribuem com cerca de 25% das variações ocorridas na margem operacional. Mesmo sendo considerado com baixo poder explicativo, esse resultado era esperado, tendo em vista trabalhos como os de Silveira (2002, 2004), em que também se encontraram baixos coeficientes de determinação entre conselho de administração e desempenho.

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

No *Step 1*, presente na Tabela 9, em que o desempenho foi colocado como variável dependente de outras variáveis como tamanho da empresa (LnAT) e endividamento total (ExgAT), também se obtiveram os sinais dos parâmetros coerentes com as expectativas *a priori*. Isso porque empresas maiores tendem

a possuir maiores probabilidades de obter também um melhor desempenho, já que elas tendem, além de ter maior representatividade em seu mercado, a possuir melhores oportunidades de investimento, seja para incremento das vendas seja para a redução de custos e despesas operacionais.

Por sua vez, as decisões sobre as políticas de endividamento utilizadas por elas, representadas pelo endividamento total (ExgAT), apresentaram-se também significativas, e o seu sinal negativo sinaliza que aumentos da dívida, de curto ou longo prazos, geram impactos negativos em seu desempenho, medido pela margem operacional. Uma explicação que fortalece esse argumento é a de que os administradores, pressionados pelos credores em honrar as suas obrigações, se veem com um menor *mix* de estratégias em busca da maximização de seu desempenho, já que as amortizações somadas com as despesas da dívida podem impedir a aprovação de novos projetos com taxas atrativas de rentabilidade.

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

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

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

Já no *Step 3*, ainda na Tabela 9, quando foram inseridas as interações entre as variáveis dos *Steps 1* e *2*, foi encontrada uma relação significativa e negativa entre independência e endividamento (*Indep\*ExgAt*). Assim, complementam-se os argumentos do *Step 2* de que o percentual de conselheiros externos (*Indep*) não influencia o desempenho da empresa (*MgOp*), e a independência do conselho de administração em empresas com percentuais maiores de endividamento tende a não evitar um pior desempenho. Esse fato ocorre porque os credores, com direitos sobre os fluxos de caixa da empresa por meio dos juros da dívida, podem restringir as políticas de investimentos, financiamentos e de dividendos dos administradores, impedindo-os de aprovar bons projetos ou, até mesmo, de incrementar o nível das vendas. Assim, deduz-se que uma maioria de conselhei-

ros internos, por conhecerem e já terem determinado conhecimento e também experiência dos processos internos da empresa, tende a surgir como um diferencial positivo para que as empresas voltem a gerar melhor desempenho, evidência encontrada em casos de empresas com níveis maiores de endividamento.

## 5 CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi identificar a relação da composição do conselho de administração, identificado como um mecanismo interno de governança corporativa, com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto.

O estudo permitiu identificar que empresas maiores tendem a ter maior número de conselheiros, simultaneamente com um percentual maior de conselheiros externos. Essa sensibilidade ocorre por causa das novas exigências do mercado acionário e, conseqüentemente, da necessidade de as empresas obterem novas fontes de financiamentos com custos relativamente menores aos capitais de terceiros comumente encontrados no mercado nacional. Essa tendência de as empresas se adequarem ao código de governança corporativa demonstra certo interesse por parte delas de participar dos órgãos reguladores de mercado e de constituir e consolidar um ambiente de proteção legal aos investidores. E isso tende a tornar possível um desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e, conseqüentemente, novas alternativas de investimentos para pequenos investidores, sejam eles representados por pequenas e médias empresas ou, até mesmo, por pessoas físicas, o que pode contribuir também para maior dispersão do controle acionário.

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

Assim, os efeitos da governança corporativa, definida pelo conselho de administração, sobre o valor de mercado das companhias brasileiras demonstram que o mercado acionário tende a valorizar mais as ações de empresas com um conselho de administração composto por um número maior de conselheiros. Embora o estudo não permita identificar uma faixa ótima para o tamanho do conselho, que proporcione uma valorização maior da empresa no mercado acionário, novas

hipóteses poderão ser formuladas com o propósito de aceitar ou propor mudanças nas recomendações do código de governança corporativa.

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

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

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

Assim, a independência do conselho de administração, percebida pela presença de membros não executivos, pode ser um eficiente mecanismo na busca por um melhor índice de desempenho, com exceção dos casos de empresas que possuem elevados índices de endividamento, o que faz que os credores restrinjam as decisões dos administradores por meio de cláusulas contratuais. Nessa situação, pode ser entendido que conselheiros internos, conhecedores dos processos

internos da empresa, tendem a obter mais probabilidade de redirecionar os resultados da empresa em busca de um melhor nível de rentabilidade operacional. Contudo, assim como destacado por Silveira (2002, 2004) e Mendes-da-Silva, Moraes e Rocha (2006), deve ser observado que assumir apenas que o conselheiro não pertença ao quadro de diretores executivos constitui situação suficiente para considerá-lo membro independente é uma hipótese questionável, haja vista outros tipos de vínculos que eventualmente existam entre conselheiros e diretores, como relações de parentesco ou por outras razões de ordem qualitativa, que de certa forma descaracterizam a situação de independência do conselho.

Por fim, identificou-se que empresas com perfis semelhantes quanto à composição do conselho de administração proporcionam impactos diferentes sobre o seu valor de mercado, conforme o tamanho da empresa, ou sobre o seu desempenho, conforme o índice de endividamento.

Como sugestões para trabalhos futuros, recomenda-se que a relação entre governança corporativa e valor de mercado e o desempenho das empresas seja abordada por diferentes enfoques que abrangem o tema, bem como por diferentes metodologias. Sugere-se que novas pesquisas possam dar continuidade a pesquisas quantitativas, como dados em painel e também por meio de técnicas multivariadas que poderão contribuir para a formação de novas evidências de uma possível readequação do código de governança, em especial no que tange ao tamanho ideal do conselho de administração para as diferentes empresas. Pesquisas qualitativas também podem ser realizadas, já que as características do conselho de administração, como a sua independência, serão mais bem abordadas por pesquisas mais aprofundadas, que levem em conta uma variedade de informações sobre o perfil dos conselheiros. Deve-se testar essa relação com a rentabilidade da empresa, a percepção e a satisfação dos seus fornecedores de capitais, sejam eles acionistas minoritários e majoritários ou credores.

## REFERÊNCIAS

- AGARWAL, S.; RAMASWAMI, S. N. Choice of foreign market entry mode: impact of ownership, location and internalization factors. *Journal of International Business Strategy*, v. 23, n. 1, p. 1-27, 1992.
- BAKER, G.; JENSEN, M.; MURPHY, K. Compensation and incentives: practice vs. theory. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 3, p. 593-616, 1988.
- BARNHART, S.; ROSENSTEIN, S. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. *The Financial Review*, n. 33, p. 1-16, 1998.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, v. 54, p. 921-963, 1999.

- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/r/>>. Acesso em: 4 abr. 2007.
- CALEGÁRIO, C. L. L. *Economic analysis of foreign market entry strategies in the US/EU agricultural trade context*. 2005. Thesis (Doctor of Philosophy)–University of Georgia, Georgia, 2005.
- CARVALHAL DA SILVA, A. L. *A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto*. 2002. Tese (Doutorado em Administração)–Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.
- COHEN, J.; COHEN, P. *Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences*. Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, 1983.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Governança corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 28 jan. 2007.
- DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004. 796 p.
- DOMKE-DAMONTE, D. Interactive effects of international strategy and throughput technology on entry mode for service firms. *Management International Review*, v. 40, n. 1, p. 41-59, 2000.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, n. 88, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- GUJARATI, D. *Econometria básica*. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. 812 p.
- HELLAND, E.; SYKUTA, M. Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? *The Financial Review*, v. 40, n. 2, p. 155-172, 2005.
- HERMALIN, B. E.; MICHAEL, S. Weisbach, boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, v. 9, p. 7-26, 2003.
- HILL, C. W. L.; HWANG, P.; KIM, W. C. An eclectic theory of the choice of international entry mode. *Strategy Management Journal*, v. 11, p. 117-128, 1990.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Pesquisa sobre governança corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: 26 set. 2007.
- \_\_\_\_\_. Código das melhores práticas de governança corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/>>. Acesso em: 26 set. 2007.
- JACCARD, J.; TURRISI, R.; WAN, C. K. *Interaction effects in multiple regression*. Newbury Park, CA: Sage, 1990.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LEAL, R. P.; OLIVEIRA, C. L. An evaluation of board practices in Brazil. *Corporate Governance*, v. 2, n. 3, p. 21-25, 2002. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/Insight/viewPDF.jsp?Filename=html/Output/Published/EmeraldFullTextArticle/Pdf/2680020303.pdf>>. Acesso em: 26 jun. 2007.
- LEAL, R. P. et al. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, p. 7-18, jan./abr. 2002.
- MALHOTRA, N. K. *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

- MCARTHUR, A.; NYSTROM, P. Environmental dynamism, complexity, and munificence as moderators of strategy-performance relationships. *Journal of Business Research*, v. 23, p. 349-361, 1991.
- MELLONE JUNIOR, G.; SAITO, R. Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração (Rausp)*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 385-397, out./dez. 2004. Disponível em: <[http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num\\_artigo=1137](http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1137)>. Acesso em: 10 maio 2008.
- MENDES-DA-SILVA, W.; MELO, L. Q. Governança corporativa, desempenho e turnover de executivos: um estudo comparativo entre indústrias brasileiras familiares e não familiares. In: ENCONTRO DA ANPAD-ENANPAD, 2005, Brasília. *Anais...* Brasília: Anpad, 2005. CD-ROM.
- MENDES-DA-SILVA, W.; MORAES, W. F. A.; ROCHA, P. G. Punidos por baixo desempenho: impactos da governança corporativa sobre o turnover de executivos no Brasil. *Revista O & S*, n. 36, 2006.
- SAITO, R.; DUTRA, M. G. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 2, p. 9-27, maio/ago. 2002.
- SANTOS, G. Z. dos. *Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa*. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração)–Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.
- SILVEIRA, A. DI M. da. *Governança corporativa, desempenho e valor da firma no Brasil*. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- \_\_\_\_\_. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. Tese (Doutorado em Administração)–Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo.
- SILVEIRA, A. DI M. da; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor da empresa no Brasil – um estudo empírico. In: SEMEAD, 6., 2003, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP/FEA, 2003.
- \_\_\_\_\_. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., 2004, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, 2004a. CD-ROM.
- \_\_\_\_\_. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. In: ENCONTRO DA ANPAD-ENANPAD, 2004, Curitiba. *Anais...* Curitiba: Anpad, 2004b. CD-ROM.
- \_\_\_\_\_. A qualidade da governança corporativa influencia o valor das companhias abertas no Brasil? In: ENCONTRO DA ANPAD-ENANPAD, 2005, Brasília. *Anais...* Brasília: Anpad, 2005. CD-ROM.
- SOARES, R. O.; KLOECKNER, G. O. Relações entre estrutura de propriedade e estrutura de capital no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2006, Vitória. *Anais...* Vitória, 2006. CD-ROM.
- WAGNER, J. A.; STIMPERT, J. L.; FUBARA, E. I. Board composition and organizational performance: two studies of insider/outsider effects. *Journal of Management Studies*, v. 35, n. 5, p. 655-677, 1998.
- WRIGHT, P.; KROLL, M. J.; PARNELL, J. *Administração estratégica*. São Paulo: Atlas, 2000.
- YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 3, p. 185-213, 1996.