

A eficiência do Conselho de Administração como mecanismo de controle dos custos de agência

Laise Ferraz Correia (CEFET-MG) - laise@dca.cefetmg.br

Hudson Fernandes Amaral (UFMG) - hfamaral@face.ufmg.br

Resumo:

Neste estudo, propôs-se analisar as condições ideais para que os Conselhos de Administração representem um mecanismo eficiente do sistema de controle das empresas. Na perspectiva da teoria da agência, argumenta-se que a eficiência do Conselho em seu papel disciplinar reside essencialmente na forma como ele está estruturado. Isto é, depende do nível de participação de membros independentes, da separação das funções de CEO e de presidente do Conselho e do número de conselheiros. O objetivo foi verificar se os critérios de eficiência desse mecanismo de governança são observados em uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006. Buscou-se, também, discutir os principais entraves à sua eficiência em um ambiente caracterizado pela elevada concentração da propriedade e do controle, como o brasileiro. O intuito foi mostrar que nesse contexto não se observam necessariamente as condições ideais para que o Conselho caracterize um instrumento eficiente de governança. Os resultados mostraram que os Conselhos das empresas analisadas cumprem os critérios “tamanho” e “separação das funções de CEO e de presidente do Conselho”. Entretanto, quanto ao critério “independência”, não se constata a sua observância efetiva, visto que a maioria dos membros dos Conselhos representa os acionistas controladores.

Palavras-chave: conselho de administração, custos de agência, governança corporativa.

Área temática: Controladoria

A eficiência do Conselho de Administração como mecanismo de controle dos custos de agência

Resumo

Neste estudo, propôs-se analisar as condições ideais para que os Conselhos de Administração representem um mecanismo eficiente do sistema de controle das empresas. Na perspectiva da teoria da agência, argumenta-se que a eficiência do Conselho em seu papel disciplinar reside essencialmente na forma como ele está estruturado. Isto é, depende do nível de participação de membros independentes, da separação das funções de CEO e de presidente do Conselho e do número de conselheiros. O objetivo foi verificar se os critérios de eficiência desse mecanismo de governança são observados em uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006. Buscou-se, também, discutir os principais entraves à sua eficiência em um ambiente caracterizado pela elevada concentração da propriedade e do controle, como o brasileiro. O intuito foi mostrar que nesse contexto não se observam necessariamente as condições ideais para que o Conselho caracterize um instrumento eficiente de governança. Os resultados mostraram que os Conselhos das empresas analisadas cumprem os critérios “tamanho” e “separação das funções de CEO e de presidente do Conselho”. Entretanto, quanto ao critério “independência”, não se constata a sua observância efetiva, visto que a maioria dos membros dos Conselhos representa os acionistas controladores. Palavras-chave: conselho de administração, custos de agência, governança corporativa. Área Temática: Controladoria

1 Introdução

A qualidade da governança corporativa constitui um dos atributos da firma capazes de atrair investidores, pois ela promove uma maior confiança de que os recursos nela aplicados lhes proporcionarão uma retabilidade justa e satisfatória. Isso porque a essência da governança corporativa consiste em garantir uma gestão equânime, atenta aos interesses de todos os agentes envolvidos na empresa, sejam eles, dirigentes, acionistas controladores, acionistas preferencialistas ou minoritários.

Na perspectiva da teoria da agência, a ênfase da governança consiste em colocar em prática mecanismos capazes de controlar os custos de agência, mediante o monitoramento e o alinhamento de interesses de administradores e acionistas. O monitoramento desempenhado pelo Conselho de Administração representa um entre os vários instrumentos desenvolvidos nas empresas modernas para resolver, ou minimizar, os problemas de agência entre o principal (acionistas) e os agentes (administradores), sendo considerado por teóricos tais como Fama (1980), Fama e Jensen (1983), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) um instrumento-chave do sistema de controle interno da firma, o qual estabelece as regras do jogo para os administradores.

Um Conselho de Administração de elevada qualidade segundo os critérios da teoria da agência, isto é, um mecanismo eficiente do sistema de controle das empresas, caracteriza-se por: participação elevada de diretores independentes, externos à firma; separação das funções de diretor geral da companhia e de presidente do Conselho; e pequena quantidade de conselheiros. Ao contrário, um Conselho de baixa qualidade é composto majoritariamente de membros internos ou, então, diretores externos, mas que são afiliados aos administradores; é presidido pelo executivo responsável pela direção geral da empresa; e é caracterizado por um elevado número de administradores.

No Brasil, o problema de agência ocorre principalmente entre os acionistas controladores e os minoritários, haja vista a elevada concentração da propriedade e do

controle nas nossas empresas, característica essa verificada em diversos estudos, por exemplo, Valadares e Leal (2000) e Aldrighi e Neto (2005). Nessa circunstância, uma governança corporativa de qualidade compreenderia, também, um conjunto de mecanismos de controle de dirigentes (em geral representantes dos acionistas ordinários controladores) constituídos com a finalidade de proteger os interesses dos acionistas minoritários, normalmente detentores de ações preferenciais sem direito a voto, os quais detêm poder bastante limitado, ou nenhum poder, para participar e interferir no processo da tomada de decisão nas empresas.

O Conselho de Administração, um dos principais mecanismos de governança corporativa, constitui, portanto, um órgão disciplinar que tem entre suas atribuições a tarefa de promover o alinhamento dos interesses de dirigentes aos dos acionistas, quando se trata de empresas de capital disperso, e os interesses dos acionistas controladores aos dos acionistas minoritários nas empresas de capital concentrado.

O objetivo deste estudo consistiu em verificar se os elementos determinantes da eficiência do Conselho de Administração em seu papel disciplinar são observados em uma amostra de empresas cujas ações estavam sendo negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1997 e 2006. Além disso, buscou-se discutir os principais entraves à sua eficiência em um contexto como o brasileiro, marcado pela concentração da propriedade e do controle. A intenção foi mostrar que nesse contexto não se cumprem, necessariamente, as condições fundamentais para que esse órgão da administração represente efetivamente um instrumento típico de uma governança corporativa de qualidade.

2 O Conselho de Administração enquanto mecanismo eficiente de controle dos problemas de agência

Sob a ótica da teoria da agência, o Conselho de Administração desempenha uma função disciplinar nas empresas com capital disperso, a qual assegura o alinhamento dos interesses dos dirigentes aos dos acionistas. No entanto, quando a propriedade é concentrada, os conflitos ocorrem entre acionistas minoritários e majoritários. Nesse caso, o papel central do Conselho de Administração consistiria em alinhar os interesses dos acionistas controladores aos dos acionistas minoritários.

Fama e Jensen (1983) descreveram o papel do Conselho de Administração como mecanismo do sistema de controle da decisão nas companhias em que os dirigentes não são os principais credores residuais (acionistas) e, por consequência, não absorvem o risco resultante das suas decisões. Nesse tipo de organização, os credores residuais delegam ao Conselho de Administração várias funções de gerenciamento e de controle da decisão, retendo o direito de aprovação, pelo voto, em assuntos de grande importância, tais como, a escolha de membros do conselho, a seleção de auditoria, as fusões e as emissões de novas ações. O Conselho de Administração, por sua vez, delega a maioria das atividades de gestão e, também, algumas das funções de controle aos agentes internos, mas retém o controle último sobre eles, incluindo os direitos de ratificar e monitorar decisões importantes e, também, a função de selecionar, demitir e recompensar os executivos.

Esses autores argumentam que o Conselho de Administração consistirá em um sistema eficiente de controle somente quando ele for capaz de limitar o poder dos dirigentes de alto nível. Ademais, a eficiência desse órgão depende de sua composição, isto é, ele deve ser constituído não apenas de membros internos, que sejam capazes de fornecer informações importantes sobre as decisões de utilização de recursos, mas sobretudo de membros externos, que devem assumir tarefas que envolvam sérios problemas de agência entre agentes internos e credores residuais, por exemplo, a remuneração e substituição do executivo principal.

Entretanto, a efetividade dos Conselhos de Administração no exercício do seu papel disciplinador, isto é, de monitoramento das decisões e de delimitação do espaço de atuação

dos dirigentes, foi bastante questionada nos últimos anos. Jensen (1993) argumenta que a inadequação da estrutura, do tamanho e da composição desse órgão pode levar à sua ineficiência. Ou seja, dependendo de suas características, tendem, em algumas circunstâncias, a seguir os objetivos dos dirigentes e a ignorar os interesses da parte para a qual eles foram criados para proteger.

Esse autor refere-se ao contexto norte-americano do final dos anos de 1980, em que, na perspectiva da teoria da agência, o Conselho de Administração falhou como mecanismo do sistema interno de controle, sendo ineficiente no desempenho de sua função disciplinar. Jensen (1993) atribuiu como causas desse mal funcionamento: o número excessivo de membros nos Conselhos; a dependência, ou seja, o baixo percentual de conselheiros externos; e o acúmulo das funções de direção geral da firma e de presidência do Conselho.

Para melhorar a eficiência dos Conselhos de Administração, Jensen (1993) sugeriu que eles deveriam ser pequenos e constituídos, principalmente, por diretores externos, sendo o CEO o seu único membro interno. Dessa forma, a função de monitoramento seria realizada de maneira mais efetiva e, conseqüentemente, aumentaria a performance da firma.

Destarte, nesse enfoque, um Conselho de Administração de elevada qualidade, isto é, um mecanismo eficiente do sistema de controle das empresas, caracteriza-se pela participação elevada de diretores independentes, externos à firma; pela separação das funções de diretor geral da companhia e de presidente do conselho e; pela pequena quantidade de conselheiros. Ao contrário, um conselho de baixa qualidade é composto majoritariamente de membros internos, ou, então, conselheiros externos, mas que são afiliados aos administradores; é presidido pelo executivo responsável pela direção geral da empresa e; é caracterizado por elevado número de administradores.

Nessa mesma direção, o código de melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC – recomenda, entre outros aspectos, o não-acúmulo das funções de CEO e presidente do conselho; um número máximo de membros entre cinco e nove; uma maior participação de conselheiros independentes, que devem preservar a máxima independência possível em relação a quem os indicou.

2.1 O tamanho do Conselho de Administração

Na perspectiva da teoria da agência, Conselhos de Administração com elevado número de membros são ineficientes, devido a problemas de comunicação e coordenação, o que permite o domínio dos dirigentes, mediante a realização de coalizões. Além disso, por serem numerosos, eles favorecem o surgimento de conflitos no grupo, haja vista a dificuldade de chegar-se a um consenso nas decisões quando estão envolvidas diversas pessoas.

Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) consideram o tamanho do Conselho de Administração um aspecto fundamental para a sua eficiência. Jensen (1993) sugere que a manutenção de um Conselho pequeno pode melhorar a sua performance. E, ao contrário, quando o número de conselheiros ultrapassa 7 ou 8, é menos provável que o Conselho funcione eficientemente, devido às dificuldades de comunicação e coordenação, e ao conseqüente domínio exercido pelo CEO.

O argumento de Jensen (1993) sobre os problemas decorrentes do tamanho excessivo do Conselho de Administração é bastante semelhante ao de Lipton e Lorsh (1992). Esses autores afirmam que as normas de comportamento na maioria dos Conselhos são não-funcionais, pois elas desmotivam os diretores a expressarem as suas idéias, sobretudo quando se trata de criticar as decisões dos executivos principais. Por conseqüência, há uma manutenção de discussões amigáveis sobre a performance da companhia. A proposta de Lipton e Lorsh (1992) para atenuar esses problemas, que são agravados na medida em que a quantidade de membros do Conselho aumenta, consiste em limitá-los a 10, sendo preferível 8 ou 9 diretores.

Dessa forma, a primeira proposição com relação às condições essenciais para que o Conselho de Administração funcione como mecanismo eficiente do sistema de controle da firma, o qual conduziria a uma melhor performance econômica, está apresentada a seguir:

Proposição 1: Os conselhos de administração caracterizados por um pequeno número de administradores são mais eficientes em seu papel disciplinar.

Algumas evidências empíricas mais recentes, tais como as observadas por Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Andres, Azofra e Lopez (2005), corroboram essa proposição de maior eficiência de Conselhos pequenos e sugerem uma influência negativa dessa variável sobre a performance das companhias. Ou seja, esses estudos mostram que empresas com conselhos reduzidos caracterizam-se por maior valor de mercado.

Yermack (1996) analisou se a limitação no número de membros do Conselho aumenta a sua efetividade em uma amostra de 452 grandes companhias norte-americanas, classificadas pela revista *Forbes*, no período de 1984 a 1991. Ele observou uma relação negativa estatisticamente significativa entre o valor de mercado da firma, medido pelo Q de Tobin, e o tamanho do Conselho de Administração tanto na análise em que foi empregado o método de mínimos quadrados ordinários, quanto naquela em que se valeu do método de efeitos fixos, que fornece um componente específico a cada firma.

Os seus resultados indicaram que a relação inversa entre o tamanho do conselho e o valor da firma atenua-se na medida em que o conselho torna-se maior, isto é, a redução no valor da firma é maior quando os conselhos passam do tamanho pequeno para o médio. Quando o número de conselheiros aumenta de seis para doze, a redução no valor da firma é igual àquela observada quando o conselho passa de doze para vinte e quatro membros.

Esse autor verificou, ainda, o comportamento dos retornos das ações em torno das datas de anúncio de mudanças significativas no tamanho do conselho, sendo considerados somente os casos em que houve alteração de pelo menos quatro membros. Os resultados mostraram que as companhias da amostra que anunciaram reduções importantes no tamanho do conselho realizaram excessos de retorno substanciais em torno da data de anúncio; resultado contrário foi observado para as companhias que anunciaram expansão do conselho.

Canyon e Peck (1998) realizaram um estudo semelhante ao de Yermack (1996) e observaram a associação negativa e significativa entre a performance (medida pelo retorno sobre patrimônio líquido) e o tamanho do Conselho de Administração em uma amostra de firmas inglesas, holandesas e dinamarquesas. Todavia, quando a performance foi, alternativamente, representada pelo Q de Tobin, obtiveram-se resultados estatisticamente significativos somente para a Inglaterra.

O relacionamento negativo entre o tamanho do Conselho e o desempenho financeiro identificado por Yermack (1996) em uma amostra de grandes companhias norte-americanas foi também observado por Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) em uma amostra de pequenas e médias empresas finlandesas. Eles utilizaram um sistema de equações simultâneas de dois estágios para estimar a associação entre o retorno sobre os ativos e o número de membros no Conselho. Ademais, o sentido da causalidade foi testado por meio de regressões da performance passada e mudanças no tamanho dos Conselhos, encontrando-se resultados semelhantes aos de Yermack (1996). Isto é, o tamanho do Conselho influencia a performance financeira atual.

A análise realizada por Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) indica, assim, que as empresas da amostra com Conselhos de Administração pequenos obtêm retornos sobre o investimento mais elevados do que as outras empresas do seu setor de atividade, haja vista o ajuste efetuado. Essa evidência sugere que a associação negativa entre o tamanho do Conselho e a performance da firma ocorre não apenas em grandes empresas, mas também em pequenas e médias.

Mais recentemente, Andres, Azofra e Lopez (2005) observaram o efeito negativo do

tamanho do Conselho de Administração no valor da firma, medido pelo índice valor de mercado/valor contábil, em uma amostra de 450 companhias não-financeiras da América do Norte e da Europa Ocidental. Em suas estimativas foram utilizados os modelos de mínimos quadrados ordinários – considerado bastante adequado por esses autores – e de equações simultâneas, empregando mínimos quadrados de três estágios para considerar a possibilidade de endogeneidade das características do Conselho.

No Brasil, Schiehl e Santos (2004) analisaram o tamanho dos Conselhos de Administração de companhias cujas ações estavam sendo negociadas na Bovespa no final do ano de 2002. Observou-se que o número de membros nos Conselhos é pequeno se comparado com outras amostras de companhias dos Estados Unidos e do Canadá e que a quantidade de conselheiros está positivamente associada ao tamanho do patrimônio líquido da firma.

Silveira, Barros e Famá (2003) examinaram a relação entre o valor de mercado de companhias abertas brasileiras, medido pelo Q de Tobin e pelo valor da firma sobre ativo total, e o tamanho do Conselho – além de outras variáveis de sua composição –, sendo as estimativas efetuadas para o período de 1998 a 2000. Identificou-se uma associação quadrática e negativa com o valor da firma sobre o ativo total, mas somente ao nível de 10% de significância estatística, não sendo observada relação significativa com o Q de Tobin. Segundo esses autores, essa relação curvilínea e negativa confirma as recomendações do IBGC de número ótimo de conselheiros entre 5 e 9.

Cabe ressaltar que o art. 140 da Lei 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas, com alterações incorporadas pela Lei 10.303, de 30.10.2001 – prevê que o Conselho de Administração deve ser composto por, no mínimo, três membros, eleitos pela assembleia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo. O estatuto da empresa deverá estabelecer:

- I. O número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do Conselho pela assembleia ou pelo próprio Conselho;
- II. O modo de substituição dos conselheiros;
- III. O prazo de gestão, que não poderá ser superior a três anos, permitida a reeleição;
- IV. As normas sobre convocação, instalação e funcionamento do Conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quórum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias.

Parágrafo único. O estatuto poderá prever a participação no Conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta organizada pela empresa em conjunto com as entidades sindicais que os representem.

Percebe-se que a lei brasileira deixa às empresas um grande espaço para determinar as características dos seus Conselhos de Administração, haja vista o estabelecimento de apenas um limite mínimo para o número de conselheiros e de um limite máximo para o tempo dos mandatos, permitindo a reeleição dos membros.

Embora os teóricos da agência considerem a quantidade de membros do Conselho de Administração como fator essencial à sua eficiência, o que se deve analisar, independente do número de administradores que possa integrar esse órgão, é quem eles representam. Um Conselho de tamanho pequeno pode perfeitamente representar exclusivamente os interesses dos acionistas dominantes, sendo, possivelmente, nomeados por essa categoria de proprietários. Nesse caso, ainda que não haja conflitos no seio do Conselho e a comunicação e coordenação sejam bem estabelecidas, o monitoramento da gestão da companhia – que deveria, em tese, assegurar os interesses de todas as classes de acionistas – seria feito apenas em consonância com os interesses dos majoritários.

O domínio exercido pelos acionistas controladores nos Conselho de Administração das companhias brasileiras de capital aberto foi observado no estudo de Dutra e Saito (2002), que revelou uma ampla predominância de membros representantes desses acionistas. Como argumentam esses autores, essa característica de composição dos conselhos sugere que a

eficácia desse órgão em sua atividade de supervisão pode estar comprometida no que se refere à possibilidade de apropriação de benefícios pelos controladores.

Considerando esse aspecto, entende-se que, possivelmente, o tamanho do Conselho de Administração desempenhe um papel restrito no sistema de governança das empresas em países como o Brasil, já que os direitos de voto são concentrados e os acionistas controladores detêm elevado poder de escolha dos membros desse órgão. Nesse contexto, ainda que o número de conselheiros seja pequeno, o papel principal do Conselho, que consiste em representar os interesses de todas as categorias de proprietários, pode ser esvaziado no sentido de representar os interesses dos acionistas minoritários.

Entende-se, assim, que nessas circunstâncias o tamanho do Conselho não representa, necessariamente, um instrumento eficiente do sistema de controle das empresas, visto que o número pequeno de conselheiros não implica uma melhor supervisão da direção da empresa no sentido de proteger os interesses das diversas classes de acionistas.

2.2 A composição do Conselho de Administração

O Conselho de Administração constitui um órgão de controle, cujo papel principal consiste em monitorar os dirigentes de modo a assegurar que as suas decisões estejam em consonância com os objetivos de maximização do valor da companhia. A eficiência desse mecanismo de governança na execução dessa tarefa dependeria, por conseguinte, de sua composição, sobretudo do seu grau de independência em relação à direção geral da empresa.

Teóricos da agência, tais como Fama (1980), Fama e Jensen (1983), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) pressupõem que, para executar eficientemente o seu papel disciplinar, os Conselhos de Administração deveriam ser compostos por uma maioria de conselheiros externos e que as funções de direção geral da empresa e presidência do Conselho deveriam ser desempenhadas por pessoas diferentes.

Segundo Fama (1980), os executivos principais podem ser disciplinados por meio do Conselho de Administração. Para tanto, esse órgão deve ser formado de tal maneira que possa executar essa tarefa. Como o tipo de firma analisada por esse teórico consiste em uma grande companhia aberta com capital diluído, em que há a separação entre a propriedade e o controle da decisão, ele argumenta que um Conselho composto por acionistas não seria o mais apropriado, visto que esses investidores possuem portfólios bastante diversificados, não se interessando por uma firma em particular. A hipótese de Fama (1980) é de que a inclusão de diretores externos permitiria reduzir os problemas de coalizão e de apropriação da riqueza dos acionistas, que podem surgir quando os executivos principais da companhia também controlam o seu Conselho de Administração.

Fama (1980) e Fama e Jensen (1983) pressupõem que os conselheiros externos têm incentivos para desenvolver uma reputação de especialistas do controle da decisão no mercado de trabalho para os seus serviços e, por conseguinte, não se sentiriam atraídos por acordos com os membros internos, os quais poderiam prejudicar os interesses dos credores residuais. A presença dessa categoria de administradores no Conselho aumentaria a sua eficiência, haja vista o maior monitoramento exercido por esses membros, e, como consequência, o valor da firma se elevaria.

A sugestão de Lipton e Lorsh (1992) é de que os Conselhos de Administração deveriam manter um índice de pelo menos dois diretores independentes para cada um dos outros membros que mantenham um vínculo qualquer com a companhia. O argumento de Jensen (1993) é ainda mais favorável à participação de diretores externos. Ele sugere que o único conselheiro interno deveria ser o CEO, haja vista a dificuldade ou, mesmo, a impossibilidade dos diretores da firma de criticar, avaliar e monitorar abertamente o executivo principal. No entanto, esse autor não exclui a possibilidade de participação esporádica de membros internos nas reuniões do Conselho, uma vez que eles podem fornecer informações

importantes.

Nessa perspectiva, as decisões dos membros do Conselho de Administração variam em função dos seus incentivos pessoais. Os diretores que são ao mesmo tempo dirigentes da companhia (diretores internos) têm incentivos para escolher cursos de ação que maximizem as suas próprias funções de utilidade na firma. Diferentemente, os diretores que são efetivamente independentes têm incentivos para tomar decisões que sinalizem ao mercado a sua competência como tomadores da decisão, engajando-se, assim, no monitoramento dos executivos principais.

Jensen (1993) propõe, ademais, a separação das funções de direção geral da companhia – do cargo de CEO – e de presidência do Conselho de Administração. Essa disjunção permitiria o aumento da eficiência desse órgão, desde que viabilizasse o melhor desempenho do seu papel disciplinar. A argumentação é de que o executivo principal, quando investido também na função de presidente do Conselho, não poderia exercê-la à parte de seus interesses pessoais, pois a este cabe conduzir as reuniões desse órgão da administração e acompanhar diretamente o processo de admissão, demissão, avaliação e recompensa do CEO. Assim sendo, Jensen (1993) considera que, na ausência de um líder independente, torna-se muito mais difícil para o Conselho de Administração desempenhar a sua função primordial.

Nesta pesquisa, que se fundamenta na teoria da agência, considera-se como eficiente um Conselho formado de maneira a manter a sua independência e, ao mesmo tempo, o seu papel de aconselhador no processo de tomada de decisões. Ao contrário, um Conselho menos eficiente seria constituído, majoritariamente, de administradores internos ou, ainda, por outros membros que com eles mantenham ligações estreitas. A partir desse arcabouço teórico, anunciam-se, assim, duas outras proposições acerca das condições fundamentais para que o Conselho de Administração represente um mecanismo eficiente do sistema de controle da companhia, que se traduziria em uma melhor performance econômica:

Proposição 2: a independência do Conselho de Administração em relação à equipe dirigente, isto é, a porcentagem de membros externos, está positivamente associada à sua eficiência no controle dos problemas de agência.

Proposição 3: o não-acúmulo das funções de direção geral da companhia e de presidência do Conselho de Administração está positivamente associado à sua eficiência no controle dos problemas de agência.

A teoria de que a eficiência do Conselho de Administração depende das suas características – isto é, de sua estrutura, tamanho e composição – vem sendo testada por diversos pesquisadores nas últimas décadas, porém os resultados encontrados são bastante contraditórios. Para que a teoria seja corroborada, espera-se observar a influência do número de membros do Conselho, de sua independência, representada pela participação majoritária de diretores externos, e da separação entre as funções de diretoria da companhia e presidência do Conselho, sobre o valor da firma. Argumenta-se, normalmente, que uma possível explicação para a divergência entre os resultados das análises seria a má-especificação dos modelos estimados, já que tanto o Conselho de Administração quanto outros mecanismos de governança associam-se à performance.

Um dos enfoques utilizados nos estudos sobre os Conselhos de Administração consiste em examinar o relacionamento entre as suas características principais – a sua composição (porcentagem de diretores internos e externos) e o seu tamanho – e a performance financeira da companhia. Os resultados relatados nos trabalhos desenvolvidos nessa linha são, entretanto, bastante dispares, sendo, às vezes, até mesmo contraditórios.

Os primeiros estudos sobre o efeito da composição do Conselho de Administração no valor da firma geralmente utilizavam duas abordagens. No primeiro enfoque, analisava-se a influência da composição do Conselho sobre a maneira como sucedia a execução de determinadas atividades, tais como a substituição e a remuneração do CEO. Argumenta-se, no

entanto, que essa abordagem não fornece informações sobre o relacionamento entre a composição do conselho e o valor da firma, pressuposto pela teoria da agência. Em um segundo enfoque, examinava-se diretamente a associação entre a composição do Conselho e o desempenho da firma (BHAGAT E JEFFERIS, 2002).

Parte significativa das análises empíricas que empregaram essa segunda abordagem descrita por Bhagat e Jefferis (2002), por exemplo, Hermalin e Weisbach (1991), não encontrou relação significativa entre as variáveis analisadas. Todavia, outros estudos, tais como o de Baysinger e Butler (1985), mostraram que o grau de independência do Conselho está positivamente associado à performance da companhia, embora tenham observado esse efeito somente sobre a performance subsequente, ao invés da contemporânea.

Bathala e Rao (1995) argumentam que a ausência de relação entre a performance da firma e a composição do Conselho constatada em várias pesquisas pode ser uma consequência da análise direta entre essas variáveis, sem considerar os diversos fatores que podem afetar a performance. Além disso, eles também consideram que a composição do Conselho de Administração é apenas um dentre os mecanismos empregados, alternativamente, pelas empresas para controlar os problemas de agência.

Conforme Charreaux (2000a), embora as evidências empíricas acerca da associação entre as características do Conselho de Administração e a performance financeira da firma sejam não-conclusivas, elas não são suficientes para excluir a hipótese de que o Conselho exerça um papel disciplinar, como constatado em algumas pesquisas. Elas indicam, entretanto, a complexidade em se testar essa teoria, visto que o Conselho é apenas um mecanismo particular do sistema de governança, em que outros instrumentos internos ou externos à firma se inter-relacionam de forma complementar ou substitutiva. O papel de monitoramento do Conselho pode, por exemplo, ser reduzido nas empresas em que a propriedade concentra-se em poder de membros da família do dirigente, sendo a disciplina, nesse caso, assegurada pelo próprio acionista dominante.

3 Evidências empíricas sobre Conselhos de Administração brasileiros

No Brasil, alguns estudos, tais como Valadares e Leal (2000) e Aldrighi e Neto (2005), mostraram que a estrutura de controle das nossas empresas é, normalmente, concentrada e, como consequência, os problemas de agência ocorrem essencialmente entre acionistas majoritários (controladores) e minoritários. Pode-se esperar, portanto, que o papel disciplinar do Conselho de Administração nas companhias brasileiras seja mais reduzido, haja vista a possibilidade de dominância desse órgão pelos acionistas controladores.

Dutra e Saito (2002) analisaram a composição dos Conselhos de Administração de 142 companhias brasileiras listadas na Bovespa, a partir de uma adaptação da metodologia desenvolvida por Bhagat e Black (2002) para classificação de conselheiros, o que consistiu em distribuí-los nas categorias *controlador* (adicionada à tipologia dos autores supracitados para ajustar à realidade brasileira), *interno*, *afiliado* e *independente*. Os conselheiros foram distribuídos nessas categorias de acordo com os seguintes critérios:

- a) Controlador – membro do Conselho ou da diretoria de empresas pertencentes ao grupo controlador da companhia; membro da família detentora ou participante do controle; e representante da esfera de governo que detenha ou participe do controle.
- b) Interno – conselheiro que participa simultaneamente do Conselho e da diretoria da empresa.
- c) Afiliado – conselheiro que possui uma das seguintes características: ex-funcionário da companhia ou grupo controlador; funcionário ou beneficiário de fundação previdenciária patrocinada pela própria companhia; representante eleito dos funcionários; empregado sem cargo de diretoria; ex-integrante do governo ou de

companhia estatal que detenha ou participe do controle; e diretor ou conselheiro de empresa controlada ou coligada.

- d) Independente – conselheiro sem vínculo aparente com a companhia ou com os seus controladores.

A intenção desse estudo foi avaliar o grau de independência do Conselho de Administração das companhias brasileiras em relação aos seus acionistas controladores, haja vista as suas estruturas de propriedade concentradas. Conforme se esperava, Dutra e Saito (2002) constataram a predominância de representantes dos acionistas controladores (49%) nos Conselhos de Administração das empresas que compuseram a amostra analisada, sendo a proporção de acionistas independentes (21%) a menor em relação às outras categorias.

Tendo em vista o elevado percentual de conselheiros representantes dos acionistas controladores e a reduzida participação de membros independentes, esses autores entenderam que as características de composição desse órgão nas companhias brasileiras podem comprometer a sua eficiência no desempenho da função de monitoramento, quanto à apropriação de benefícios pelos controladores.

Mais recentemente, Schiehl e Santos (2004) analisaram o tamanho, a proporção de conselheiros externos e a dualidade do diretor-presidente (a combinação das posições de CEO e *chairman*) dos Conselhos de Administração de companhias brasileiras cujas ações estavam sendo negociadas na Bovespa no final do ano de 2002. Verificou-se que os Conselhos de Administração são compostos, principalmente, por acionistas majoritários e por executivos das respectivas empresas, sendo a proporção de conselheiros externos menor nas empresas com acionista controlador.

Esses autores observaram que na amostra de companhias brasileiras o número de membros do Conselho de Administração é pequeno se comparado com outras amostras de companhias dos Estados Unidos e do Canadá e que a quantidade de conselheiros está positivamente associada ao tamanho do patrimônio líquido da firma. Ademais, há evidências de que a junção das posições de CEO e *chairman* é significativamente maior no grupo de firmas com acionista majoritário, embora os dados mostrem que a dualidade é menos frequente nas companhias brasileiras do que nas norte-americanas e canadenses.

Com uma maior consonância com as pesquisas estrangeiras, Silveira, Barros e Famá (2003) examinaram a relação entre as variáveis *presença do diretor executivo ocupando o cargo de presidente do Conselho*, *tamanho* e *grau de independência do Conselho* e *valor das companhias abertas brasileiras*, medido pelo Q de Tobin e pelo valor da firma sobre ativo total, no período de 1998 a 2000.

Os resultados desse estudo revelaram a existência de uma associação negativa e estatisticamente significativa entre o indicador *diretor executivo como conselheiro presidente* e o *valor das empresas* em todos os anos considerados na pesquisa, o que corrobora a hipótese de que a separação dos cargos de CEO e *chairman* contribui para o desempenho financeiro. Quanto ao tamanho do Conselho, foi identificada uma associação quadrática e negativa com o valor da firma sobre o ativo total ao nível de 10%, não sendo observada relação significativa com o Q de Tobin. Segundo os autores, a relação curvilínea e negativa observada confirma as recomendações do IBGC de número ótimo de conselheiros entre 5 e 9. No que se refere à independência do Conselho de Administração, verificou-se uma associação positiva e significativa ao nível de 10% apenas com o Q de Tobin e no ano de 1999, sugerindo que as empresas com Conselhos de Administração compostos por uma maior proporção de membros externos apresentaram uma maior valorização no ano de 1999.

Assim como na maior parte da evidência empírica estrangeira sobre a relação entre características do Conselho de Administração e o valor das empresas, os resultados do estudo de Silveira, Barros e Famá (2003) não oferecem evidências conclusivas, haja vista a insignificância estatística apresentada por diversas variáveis analisadas quando se consideram

pontos críticos mais estritos em termos estatísticos.

A partir das discussões anteriores, entende-se que, possivelmente, a composição dos Conselhos de Administração no contexto brasileiro não forneça as condições necessárias para que ele funcione como um mecanismo eficiente do sistema de controle das empresas, haja vista a marcante dependência desse órgão em relação aos acionistas controladores.

4 Metodologia

4.1 Amostra e dados

A amostra constituiu-se de companhias negociadas na Bovespa no período de 1997 a 2006. Inicialmente, obteve-se na base de dados Economatica a relação de empresas com ações negociadas nessa bolsa, com registro ativo ou cancelado. Em seguida, a cada ano do período de estudo, foram selecionadas todas as companhias cujas ações tiveram cotações mensais freqüentes – considerando as transações da ação de maior liquidez no período –, sendo eliminadas apenas aquelas que ficaram sem ser negociadas por um período superior a três meses consecutivos. Após esse filtro, restaram 266 empresas pertencentes a 19 setores de atividades, conforme critérios de classificação da Economatica. As informações necessárias ao cálculo das variáveis que constituem os critérios de eficiência dos Conselhos de Administração foram coletadas na demonstração Informações Anuais (IAN) das empresas.

4.2 Variáveis analisadas

Nesta pesquisa, considera-se que o Conselho de Administração será de melhor qualidade se estiver em conformidade com os pressupostos de eficiência da teoria da agência examinados, sobretudo, por Fama (1980), Fama e Jensen (1983a), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993). Sob essa ótica, um Conselho de Administração de elevada qualidade caracteriza-se pela participação elevada de diretores independentes, externos à firma; pela separação das funções de diretor geral da companhia e de presidente do Conselho; e pelo pequeno número de diretores no Conselho. Ao contrário, um Conselho de baixa qualidade é composto majoritariamente de membros internos ou, então, diretores externos, mas que são afiliados aos administradores; é presidido pelo executivo responsável pela direção geral da empresa; e é caracterizado por elevado número de administradores.

De acordo com Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993), a eficiência do Conselho depende do seu tamanho. Eles consideram que os Conselhos de Administração formados por um elevado número de membros sejam menos eficientes. Para representar essa característica, foi utilizada a seguinte variável:

- TAM_CA – Número de membros no Conselho de Administração.

Conforme a teoria da agência, a eficiência do Conselho de Administração deverá crescer com o aumento da participação de diretores independentes. A variável que mede essa dimensão é representada da seguinte maneira:

- INDEP – Porcentagem de conselheiros independentes no Conselho de Administração.

Nesta pesquisa, seguiu-se a metodologia de Dutra e Saito (2002) para classificar os membros dos Conselhos de Administração no contexto brasileiro, o que consistiu em separá-los do seguinte modo:

- CONTROL – Porcentagem de conselheiros representantes do controlador no Conselho de Administração;
- INDEP – Porcentagem de conselheiros independentes no Conselho;
- INTER – Porcentagem de conselheiros internos no Conselho;
- AFIL – Porcentagem de conselheiros afiliados no Conselho.

A separação entre as funções de CEO da companhia e de diretor do Conselho de

Administração constitui um dos requisitos para a eficiência desse mecanismo de controle (JENSEN, 1993). Quando ambos os cargos são exercidos pelo mesmo executivo, a função de monitoramento do Conselho é comprometida. Assim, a variável que representa essa dimensão foi expressa por:

- SEPAR: (1) se as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; (0) em caso contrário.

4.3 Método de Análise das características dos Conselhos de Administração brasileiros

A análise das características dos Conselhos de Administração consistiu em traçar o perfil geral dos Conselhos brasileiros a partir da classificação de Dutra e Saito (2002), que representa uma adaptação da metodologia de Bhagat e Black (2002) ao contexto brasileiro.

A cada ano, os conselheiros foram distribuídos nas classes “controlador”, “interno”, “afiliado” e “independente”. Com base nas informações acerca da experiência profissional dos conselheiros, eles foram distribuídos nessas categorias. Quando as informações não foram suficientes para enquadrar determinado membro do conselho em uma das categorias supracitadas, ele foi considerado representante do controlador.

Assim, com o objetivo de verificar se houve mudanças importantes nas variáveis de eficiência dos Conselhos ao longo do período estudado, apurou-se a evolução da média anual do tamanho dos Conselhos e da sua composição, isto é, da porcentagem de administradores independentes que os integraram. Para o critério “separação das funções de CEO e de presidente do Conselho”, obtiveram-se os percentuais anuais de empresas em que essas funções são exercidas por pessoas distintas.

5 Análise dos resultados

A cada ano, os conselheiros foram distribuídos nas classes “controlador”, “interno”, “afiliado” e “independente”. As estatísticas descritivas para todo o período mostram que o tamanho médio do Conselho é de 7 membros, sendo a maioria deles representantes dos acionistas controladores (55%) e apenas 18% independentes (TAB. 1). Além disso, os conselheiros eleitos pelos acionistas controladores alcançam um percentual extremamente elevado, o que não surpreende, haja vista a elevada concentração de ações com direito a voto nas mãos dos controladores, demonstrada em pesquisas anteriores.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis de composição dos Conselhos de Administração

Variáveis do Conselho	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
Tamanho do Conselho	6,79	2,90	6,00	2	19
Controlador	55,00	26,08	60,00	0	100
Interno	16,47	14,25	16,67	0	100
Afiliado	10,93	15,49	0,00	0	80
Independente	17,60	20,26	12,50	0	100
Eleito pelo controlador	83,79	24,08	90,00	0	100

A evolução das variáveis do Conselho de Administração indica um tamanho médio estável ao longo do período estudado, não havendo diferenças significativas entre os anos (TAB. 2). Neste teste, a estatística F obtida foi de 0,639 com *valor p* igual 0,764. Deve-se mencionar que foi testada a homogeneidade de variâncias entre os anos, posto que os testes de médias somente são válidos sob essa condição, sendo os valores do teste Levene indicativos de variâncias homogêneas. Nesta pesquisa, adotaram-se nos testes estatísticos níveis de significância de 5%.

Tabela 2 – Evolução do tamanho médio dos Conselhos de Administração

Ano	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
1997	6,53	2,64	6	3	15
1998	6,58	2,72	6	3	16
1999	6,65	2,93	6	3	16
2000	6,73	3,01	6	3	19
2001	6,69	2,96	6	2	17
2002	6,93	3,02	7	3	16
2003	6,94	2,94	7	3	16
2004	6,94	2,93	6	3	16
2005	6,87	2,87	6	2	16
2006	6,97	2,91	7	2	17

Similarmente, o tamanho do Conselho revelou-se bastante semelhante entre os setores de atividade das empresas, embora o teste de médias tenha apontado algumas diferenças significativas entre eles. Em termos gerais, os testes de comparação múltipla sugerem que os Conselhos das empresas de agropecuária e pesca são significativamente menores em relação aos das demais e os das empresas de energia são significativamente maiores (TAB. 3).

Tabela 3 – Tamanho dos Conselhos de Administração por setor de atividade

Sector de atividade	Média	Desvio padrão	Mediana	Min	Max
Agro	4,55	1,34	5	3	7
Alimentos	6,13	2,55	6	3	13
Comércio	7,14	3,66	6	3	16
Construção	5,52	2,04	6	3	9
Eletroeletrônicos	6,19	2,6	6,5	3	12
Energia	8,89	3,24	9	3	16
Finanças	6,33	2,96	6	3	17
Minerais	7,44	1,21	7	6	10
Mineração	8,03	2,23	8	4	11
Máquinas	5,94	2,24	6	4	11
Outros	6,25	2,98	5	3	15
Papel	8,51	2,87	7	4	14
Petróleo	6,11	1,73	5	4	9
Química	6,76	2,07	7	3	11
Siderurgia	6,36	2,28	7	2	12
Telecomunicações	7,27	3,31	7	3	19
Textil	5,99	2,8	6	3	12
Transporte	7,31	2,67	7	3	13
Veículos	5,28	1,67	5	2	11

Constatou-se que o mecanismo de governança “tamanho do Conselho de Administração” das empresas analisadas não sofreu alterações importantes nos últimos anos. Ou seja, se houve mudanças na eficiência dos Conselhos, elas não se realizaram via alterações da quantidade de seus membros. Deve-se ressaltar, no entanto, que o tamanho médio dos Conselhos de Administração das empresas analisadas não é elevado, estando entre os valores considerados adequados por Lipton e Lorsch (1992).

Quanto ao critério *independência*, observou-se uma tendência de aumento da porcentagem de conselheiros independentes a partir de 2001, embora esse crescimento não seja expressivo e nem significativo (TAB. 4). Apenas os testes não-paramétricos sugeriram um crescimento significativo no percentual de independentes nos Conselhos das empresas analisadas. De um lado, essa evolução poderia ser um indício de melhora na eficiência dos

Conselhos, pois um maior número de membros externos lhes permitiria executar melhor uma de suas funções essenciais, que é o controle da gestão. De outro lado, observa-se que o percentual de conselheiros eleitos pelo controlador não decresce significativamente, continuando extremamente elevado, o que coloca em xeque os possíveis efeitos positivos do aumento no percentual de independentes. Isso porque, se o conselheiro não possui vínculo direto com o acionista controlador, mas foi eleito por ele, seu nível de independência é questionável.

Tabela 4 – Evolução da média de membros independentes nos Conselhos de Administração

Ano	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
1997	17,13	21,41	11,11	0	100
1998	16,15	20,39	10,00	0	83
1999	15,73	19,15	9,55	0	75
2000	16,50	19,59	11,11	0	75
2001	16,23	19,74	11,44	0	100
2002	16,68	19,93	11,11	0	100
2003	17,76	20,12	12,50	0	100
2004	18,64	20,80	14,29	0	100
2005	20,09	20,75	16,67	0	100
2006	21,62	20,74	20,00	0	100

Constatou-se que os percentuais de conselheiros independentes diferem entre os ramos de atividade. Os setores de petróleo e gás e o de finanças e seguros apresentam os percentuais significativamente mais reduzidos, ao passo que os setores de minerais não metálicos, comércio e transporte e serviços são aqueles com percentuais significativamente mais elevados. Além disso, as empresas cujo controlador direto é o governo possuem percentual médio de conselheiros independentes significativamente inferior aos das demais (TAB.5).

Tabela 5: Percentual médio de conselheiros independentes por setor de atividade

Sector de atividade	Média	Desvio padrão	Mediana	Min	Max
Agro	29,81	30,26	40	0	80
Alimentos	14,85	14,32	14,29	0	57,14
Comércio	37,09	31,16	40	0	100
Construção	11,7	16,33	0	0	50
Eletroeletrônicos	21,85	23,72	16,67	0	60
Energia	9,96	13,35	0	0	57,14
Finanças	8,3	11,81	0	0	50
Minerais	46,55	33,68	44,44	0	100
Mineração	18,55	14,5	14,29	0	44,44
Máquinas	16,65	15,95	21,11	0	42,86
Outros	17,59	22,55	0	0	80
Papel	12,76	16,84	7,69	0	57,14
Petróleo	7,34	10,68	0	0	42,86
Química	19,17	18,52	16,67	0	60
Siderurgia	18,89	20,42	16,67	0	83,33
Telecomunicações	16,8	16,99	12,5	0	71,43
Textil	17,72	18,44	12,5	0	66,67
Transporte	37,13	23,96	33,33	0	87,5
Veículos	26,33	17,68	30,95	0	75

Na maior parte das empresas, as funções de CEO e de presidente do Conselho são dissociadas. Ou seja, os dados sugerem que esse mecanismo de eficiência dos Conselhos é

freqüentemente adotado pelas companhias analisadas. Essa característica foi observada em todos os anos do período analisado, sendo o número de empresas em que essas funções são exercidas por pessoas diferentes superior a 60% em todos os anos.

A partir da análise dos resultados, entende-se que, possivelmente, a composição dos Conselhos de Administração no contexto brasileiro não forneça as condições ideais para que ele funcione como um mecanismo eficiente do sistema de controle das empresas, ainda que se cumpram os critérios de eficiência propostos pelos teóricos da agência, haja vista a marcante dependência desse órgão em relação aos acionistas controladores.

Os resultados desta pesquisa sugerem que não houve mudanças significativas na composição dos Conselhos de Administração brasileiros nos anos que sucederam ao estudo de Dutra e Saito (2002), que apontou a predominância de conselheiros representantes dos acionistas controladores. Tem-se, assim, um indício de que esse mecanismo de governança não favorece a proteção dos interesses das distintas categorias de acionistas.

6 Conclusão

Este estudo se posicionou no sentido de apresentar, discutir e analisar as condições fundamentais para que o Conselho de Administração, que constitui em teoria um dos principais mecanismos de controle dos problemas de agência nas empresas, desempenhe uma função eficiente enquanto mecanismo do sistema de controle. Foram discutidas as características essenciais de conselhos de administração eficientes na perspectiva da teoria da agência, isto é, Conselhos formados por um pequeno número de membros, os quais deveriam ser majoritariamente independentes em relação à direção da firma e a separação das funções de diretor presidente da empresa e presidente do conselho.

Discutiu-se, também, que em contextos como o brasileiro, caracterizados pela concentração de propriedade e de controle, raramente os Conselhos de Administração das companhias reúnem o conjunto de características ótimas de um mecanismo eficiente de controle. A evidência empírica em nosso país sugere a ampla predominância de representantes dos acionistas controladores nos Conselhos de administração e uma participação extremamente exígua de conselheiros independentes, o que pode comprometer o papel disciplinar desse órgão no que se refere à representação dos interesses e equidade de tratamento de todas as classes de acionistas participantes do capital das empresas.

Analisou-se, então, o comportamento dessas variáveis para uma amostra de empresas negociadas na Bovespa no período de 1997 a 2006. Os resultados mostraram que, em média, os Conselhos brasileiros cumprem os critérios de eficiência “tamanho” – que se mostrou entre os limites considerados ideais pela teoria – e “separação das funções de CEO e presidente do Conselho”, observada na maioria das empresas analisadas. Não obstante, não se observa o efetivo cumprimento do elemento “independência”, visto que a maioria dos conselheiros é representante dos controladores, sendo por eles eleitos.

A partir das discussões e evidências encontradas neste estudo, entende-se que a composição dos Conselhos de Administração brasileiros, em seu conjunto, não fornece as condições ideais para que esse instrumento funcione como um mecanismo eficiente do sistema de controle das empresas brasileiras, tendo em vista o predomínio de membros representantes dos controladores nesse órgão.

Há, no entanto, incentivos para que esse contexto mude progressivamente. Um exemplo é a sugestão no código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC de que as companhias mantenham uma maior participação de conselheiros independentes. Além disso, uma das condições para que uma companhia faça parte do grupo de empresas com nível diferenciado de governança da Bolsa de Valores de São Paulo, especificamente dos grupos Nível dois e Novo Mercado, consiste em apresentar um conselho formado por no mínimo

20% de membros independentes. As iniciativas dessas instituições traduzem a preocupação em se melhorar a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras e, dessa forma, atrair mais investidores para o mercado de capitais.

Referências

- ALDRIGHI, D. M.; NETO, R. M. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.
- ANDRES, P.; AZOFRA, V.; LOPEZ, Felix. Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. **Corporate Governance: an international review**, v. 13, n. 2, p.197-210, 2005.
- BATHALA, C. T.; RAO, R. P. The determinants of board composition: an agency theory perspective. **Managerial and Decision Economics**, v. 16, n. 1, pp. 59-69, 1995.
- BAYSINGER, B. D.; BUTLER, H. Corporate governance and the board of directors: performance effects o changes in board composition. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 1, n. 1, p. 101-124, 1985.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. Board independence and long-term firm performance. **The Journal of Corporation Law**, v.27, n. 1, p. 231-273, 2002.
- BHAGAT, S.; JEFFERIS, R. H. Jr. **The econometrics of corporate governance studies**. Cambridge: The MIT Press, 2002.
- BRASIL. Lei n. 6.404, 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre a sociedade por ações.
- _____. Lei n. 10.303, 31 de outubro de 2001.
- CHARREAUX, G. Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. **Working paper Fargo**, Université de Bourgogne, 2000.
- CONYON, M. J.; PECK, S.I. Board size and corporate performance: evidence from European countries. **The European Journal of Finance**, v. 4, n. 3, p. 291-304, 1998.
- DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v.6, n. 2, p. 09-27, 2002.
- EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**, v. 48, n. 1, p. 35-54, 1998.
- FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of political economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, June, p.301-325, 1983.
- HERMALIN, B. E; WEISBACH, M. S. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, v. 20, n. 4, p. 101-112, 1991.
- JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- LIPTON, M., LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.
- SCHIEHL, E.; SANTOS, I. O. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 373-384, 2004.
- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-6, 2003.
- VALADARES, S.; LEAL, R. P. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Working paper**, COPPEAD/UFRJ, 2000.
- YEMARK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, nº 2, p. 185-212, 1996.