

Controle dos custos de agência de empresas negociadas na bovespa: os determinantes da eficiência dos conselhos de administração

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

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

Louvet Pascal (IAE Grenoble) - pascal.louvet@iae-grenoble.fr

Resumo:

O objetivo deste estudo consistiu em verificar em que condições os Conselhos de Administração das empresas são eficientes, considerando os critérios de eficiência propostos pela teoria da agência. A intenção foi encontrar os determinantes da independência, do tamanho e da separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006. Argumenta-se na literatura de governança corporativa que a composição dos Conselhos seja influenciada, principalmente, pela estrutura de propriedade e de controle e, também, pela estrutura financeira e por características específicas das empresas. Estimaram-se, mediante a análise de dados em painel, modelos alternativos em que as variáveis representativas da concentração de votos, da concentração de propriedade e da identidade do controlador foram sendo incluídas, alternativamente, de modo a verificar a robustez dos relacionamentos. De maneira geral, constatou-se que o indicador “tamanho (médio) dos Conselhos” das empresas analisadas não se mostrou elevado e que na maioria das empresas as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes. Ao contrário, a participação de conselheiros independentes mostrou-se reduzida. Quanto aos determinantes desses critérios de qualidade dos Conselhos, corroborou-se, de maneira geral, a hipótese de associação significativa com a estrutura de propriedade e de controle da empresa.

Palavras-chave: Conselho de administração. Estrutura de propriedade. Governança.

Área temática: Controladoria

Controle dos custos de agência de empresas negociadas na bovespa: os determinantes da eficiência dos conselhos de administração

Resumo

O objetivo deste estudo consistiu em verificar em que condições os Conselhos de Administração das empresas são eficientes, considerando os critérios de eficiência propostos pela teoria da agência. A intenção foi encontrar os determinantes da independência, do tamanho e da separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006. Argumenta-se na literatura de governança corporativa que a composição dos Conselhos seja influenciada, principalmente, pela estrutura de propriedade e de controle e, também, pela estrutura financeira e por características específicas das empresas. Estimaram-se, mediante a análise de dados em painel, modelos alternativos em que as variáveis representativas da concentração de votos, da concentração de propriedade e da identidade do controlador foram sendo incluídas, alternativamente, de modo a verificar a robustez dos relacionamentos. De maneira geral, constatou-se que o indicador “tamanho (médio) dos Conselhos” das empresas analisadas não se mostrou elevado e que na maioria das empresas as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes. Ao contrário, a participação de conselheiros independentes mostrou-se reduzida. Quanto aos determinantes desses critérios de qualidade dos Conselhos, corroborou-se, de maneira geral, a hipótese de associação significativa com a estrutura de propriedade e de controle da empresa.

Palavras-chave: Conselho de administração. Estrutura de propriedade. Governança.

Área Temática: Controladoria

1 Introdução

O enfoque de governança corporativa que se fundamenta na teoria da agência consiste em colocar em prática mecanismos de redução dos conflitos de interesse entre administradores e acionistas e, dessa forma, garantir a eficiência da firma, entendida como melhor performance financeira. Conforme Shleifer e Vishny (1997), o alvo da governança são os mecanismos que permitam assegurar aos fornecedores de capital das empresas uma remuneração adequada sobre o investimento. O papel da estrutura de governança consiste, portanto, em tornar as empresas financeiramente atrativas aos investidores.

Nessa abordagem, uma governança de qualidade consiste em adotar mecanismos capazes de controlar os custos de agência, mediante o monitoramento e o alinhamento de interesses. 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.

Teóricos, tais como Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) entendem que, para executar eficientemente o seu papel disciplinar, os Conselhos deveriam ser pequenos, compostos principalmente de conselheiros externos e que as funções de CEO e de presidente do Conselho deveriam ser desempenhadas por pessoas diferentes. Assim, um Conselho 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.

Argumentam-se na literatura de governança que a composição dos Conselhos de Administração seja influenciada, principalmente, pela estrutura de propriedade e controle e, também, pela estrutura financeira e por características específicas das empresas. O objetivo deste estudo consistiu em verificar em que condições os Conselhos de Administração são eficientes, considerando os critérios de eficiência da teoria da agência. Dessa forma, mediante a identificação dos determinantes da independência, do tamanho e da separação das funções de CEO e de presidente dos Conselhos de uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006, buscou-se testar o argumento de que a eficiência dos Conselhos seja uma função das estruturas de propriedade e de controle das empresas.

Para isso, estimaram-se modelos alternativos de dados em painel em que as variáveis de concentração de votos, concentração de propriedade e identidade do controlador foram sendo incluídas, alternativamente, de modo a testar a robustez dos relacionamentos observados. De maneira geral, constatou-se que os Conselhos de Administração são pequenos; que na maioria das empresas as funções de CEO e de *Chairman* são exercidas por pessoas diferentes; e que a participação de conselheiros independentes é bastante reduzida.

O relacionamento negativo e significativo observado entre a separação das funções de CEO e de *Chairman* e a propriedade do primeiro acionista oferece suporte à hipótese de que eficiência do Conselho de Administração depende da estrutura de propriedade. Os resultados sugeriram, ainda, uma relação inversa e significativa entre o tamanho do Conselho e a concentração de propriedade, corroborando a hipótese de influência desta variável. Todavia, os resultados deste estudo não ofereceram suporte à hipótese de associação entre a independência do Conselho e a concentração de propriedade e de controle.

2 Revisão da literatura

2.1 Critérios de eficiência dos Conselhos de Administração

Fama e Jensen (1983) argumentam que o Conselho de Administração constituirá um sistema eficiente de controle somente quando for capaz de limitar o poder dos dirigentes de alto nível. Segundo eles, 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.

Jensen (1993) argumenta que a inadequação da estrutura, do tamanho e da composição do Conselho pode levar à sua ineficiência. Ou seja, dependendo de suas características, tendem, em determinadas 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 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; a dependência, ou seja, o baixo percentual de conselheiros externos; e o acúmulo das funções de CEO e de *Chairman*.

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.

Assim, 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.

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 de 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.

2.1.1 Tamanho do Conselho de Administração

Na perspectiva da teoria da agência, os 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. 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 consequência, 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.

Algumas evidências empíricas mais recentes, tais como as observadas por Yemarck (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Andres, Azofra e Lopez (2005), corroboram a hipótese 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.

2.1.2 Composição do Conselho de Administração

Fama (1980), Fama e Jensen (1983), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993), entre outros, pressupõem que, para executar eficientemente o seu papel disciplinador, os Conselhos de Administração deveriam ser compostos principalmente por membros externos e que as funções de CEO e de *Chairman* 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, devido ao 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 com 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 conselheiros 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 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.

No Brasil, Dutra e Saito (2002) analisaram a composição dos Conselhos de Administração de uma amostra de companhias brasileiras listadas na Bovespa, a partir de uma adaptação da metodologia para classificação de conselheiros de Bhagat e Black (2002), 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 do grupo controlador da companhia; membro da família detentora ou participante do controle; e representante do governo que detenha ou participe do controle. b) Interno – conselheiro que participa tanto do Conselho, quanto da diretoria. 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 das empresas analisadas, sendo a proporção de acionistas independentes (21%) a menor em relação às outras categorias.

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 companhias brasileiras com ações 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 freqüente nas companhias brasileiras do que nas norte-americanas e canadenses.

A evidência empírica sobre o Conselho de Administração sugere que, ao analisar essa dimensão da governança, deve-se considerar a influência de aspectos da estrutura de propriedade das empresas. Pressupõe-se que nas companhias com capital concentrado os acionistas dominantes tenham maior representação no Conselho, reduzindo o seu tamanho e, sobretudo, a sua independência. Na seção seguinte discute-se, sobretudo, a influência da estrutura de propriedade sobre as variáveis do Conselho de Administração.

2.2 Determinantes das características dos Conselhos de Administração

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.

Conforme Charreaux (2000), 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.

Esse último aspecto faz parte do argumento de interdependência entre as características do Conselho e da estrutura de propriedade das companhias. Charreaux e Pitol-Belin (1985) assinalam que a dissociação entre propriedade e decisão sugerida por Fama (1980) e Fama e Jensen (1983) restringe-se às companhias de capital difuso, que, em geral, não representam a forma organizacional mais observada. A hipótese de Charreaux e Pitol-Belin (1985) é: quanto mais acentuada a separação entre propriedade e decisão, maior a possibilidade de se encontrar a dissociação das funções de decisão e controle e mais difuso será o capital. Supõe-se, assim, que o papel e a composição do Conselho de Administração evoluam em função do grau de separação entre propriedade e decisão, o qual está, geralmente, associado a uma modalidade particular de relação de agência entre acionistas e dirigentes.

Esses autores sugerem, então, que o controle exercido pelos Conselhos de Administração e a sua composição variem de acordo com o tipo de estrutura de propriedade, que pode consistir de: capital diluído, companhia em que nenhum dirigente detém parcela considerável de suas ações; capital concentrado (companhia que possui acionista controlador, sendo dominada, por exemplo, por outra firma); e sociedade familiar.

Normalmente, nas companhias abertas e de capital diluído a separação entre propriedade e decisão é bastante expressiva. Supõe-se que, nesse contexto, o Conselho de

Administração compõe-se de uma equipe de diretores internos e externos, sendo estes a maioria. A eficiência do controle nesse tipo de empresa consiste no monitoramento mútuo entre dirigentes e, também, na qualificação dos membros independentes.

Os Conselhos de Administração de companhias com um controlador apresentam peculiaridades no que se refere à relação de agência. Espera-se que nesse tipo de sociedade o Conselho de Administração seja composto principalmente por representantes do acionista dominante. A presença de conselheiros externos deverá, por conseguinte, ser menos expressiva. Nesse contexto, embora haja dissociação entre propriedade/decisão e decisão/controlado, a separação entre propriedade/controlado não é expressiva.

Nas companhias em que as ações são mantidas por membros de uma família, geralmente, o proprietário, que é o dirigente, domina o Conselho. Nesse tipo de sociedade não há separação expressiva entre decisão e propriedade, e tampouco entre decisão e controle. Supõe-se que o Conselho seja pequeno e inclua, sobretudo, diretores pertencentes à família.

Considerando essas hipóteses, Charreaux e Pitol-Belin (1985) analisaram uma amostra de empresas francesas e constataram que o papel desempenhado pelo Conselho de Administração depende da estrutura de propriedade. No contexto francês, o papel do Conselho evolui com a estrutura de propriedade e sua função disciplinar torna-se secundária nas empresas familiares e nas de capital concentrado. Eles corroboraram, ademais, a hipótese de que o número de diretores externos é mais elevado nas sociedades de capital difuso do que nas familiares. Assim, esses autores concluem que o Conselho de Administração é apenas um dentre os elementos do sistema de controle de dirigentes. Ele participa como complementar e/ou substituto. Conseqüentemente, o seu papel, a sua composição e a sua eficiência não podem ser analisadas de forma dissociada do contexto geral.

Mak e Li (2001) analisaram os determinantes e a interdependência entre dois mecanismos de controle dos problemas de agência – as características do Conselho de Administração (composição, liderança e tamanho); e a estrutura de propriedade (posições acionárias do dirigente e de instituições) – em uma amostra de 147 firmas listadas na bolsa de valores de Cingapura. Neste país, há um fraco mercado de controle corporativo, propriedade concentrada e elevada participação do governo como acionista de empresas privadas.

Nesse estudo, supôs-se que variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade são determinadas de forma endógena, sendo utilizado o método de mínimos quadrados de dois estágios para estimar os relacionamentos. Assim, no sistema de cinco equações, as características da propriedade e do Conselho dependem umas das outras, além dos fatores exógenos. Observou-se uma tendência de maior participação de diretores externos no Conselho de Administração quando há menor participação acionária do dirigente e do governo e quando o número de conselheiros é reduzido. Ademais, verificou-se a tendência de separação das funções de CEO e de presidente do Conselho quando há maior participação de blocos de acionistas (*blockholders*). Os resultados mostraram, portanto, que, conforme hipotetizado, existe uma inter-relação entre as características do Conselho e a estrutura de propriedade das companhias listadas no mercado de Cingapura.

Quando se estimou o relacionamento entre os dois mecanismos de controle dos problemas de agência e o Q de Tobin, não se observou qualquer associação, o que, segundo Mak e Li (2001), sugere que as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade analisadas são escolhidas de forma ótima pelas empresas. Ou seja, o emprego de um desses instrumentos depende do outro. Eles são determinados de forma endógena.

Bathala, Moon e Rao (1994) argumentaram que a participação acionária de instituições representa um importante instrumento para a minimização dos custos de agência. Sua hipótese central é de que esse mecanismo influencia outros meios de controle e de alinhamento de interesses nas companhias, a saber: utilização de dívidas e posições acionárias dos administradores. Os resultados corroboraram suas suposições, observando-se uma

associação negativa entre a parcela de ações ordinárias mantidas por instituições, o uso de dívidas e a propriedade dos dirigentes.

No Brasil, 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, não se observou relação significativa com o Q de Tobin.

Fundamentando-se nas evidências empíricas sobre a associação entre as características do Conselho e a estrutura de propriedade, enunciam-se a hipótese e as sub-hipóteses:

Hipótese: A eficiência do Conselho de Administração depende da estrutura de propriedade e de controle das empresas.

Ha: Quanto maior a concentração do capital e do controle, menor o tamanho do Conselho de Administração.

Hb: Quanto maior a concentração do capital e do controle, menor a participação de administradores independentes no Conselho de Administração.

Hc: Quanto maior a concentração do capital e do controle, menor a probabilidade de separação das funções de CEO e de Chairman.

3 Metodologia

3.1 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. Em seguida, a cada ano, foram selecionadas as companhias cujas ações tiveram cotações mensais frequentes, sendo eliminadas apenas aquelas que ficaram mais de três meses consecutivos sem ser negociadas. Após esse filtro, restaram 266 empresas.

Os dados necessários ao cálculo das variáveis que constituem os critérios de eficiência dos Conselhos de Administração foram coletados na demonstração Informações Anuais (IAN) das empresas. Nas IANS obtiveram-se, também, os dados acerca da natureza dos controladores, da participação acionária dos investidores institucionais e dos assinantes dos acordos de acionistas. Os indicadores de mercado e as informações concernentes à composição acionária direta das empresas foram obtidos na Economatica.

3.2 Variáveis analisadas

3.2.1 Variáveis dependentes

Considera-se nesta pesquisa que o Conselho de Administração será de melhor qualidade se estiver conforme aos pressupostos de eficiência da teoria da agência. Nesse enfoque, a eficiência depende do tamanho do Conselho, sendo representado pela variável:

- TAM_CA – Número de membros no Conselho de Administração.

Conforme Fama (1980), Fama e Jensen (1983), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993), a eficiência do Conselho deverá crescer com o aumento da participação de diretores independentes. A variável que mede essa dimensão é representada da seguinte maneira:

- INDEP – Percentual de conselheiros independentes no Conselho.

Seguiu-se a metodologia de Dutra e Saito (2002) para classificar os membros dos

Conselhos no contexto brasileiro.

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). A variável que representa essa dimensão foi expressa por:

- SEPAR – variável binária assumindo o valor (1) se as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; e (0) em caso contrário.

3.2.2 Variáveis independentes – variáveis de estrutura de propriedade e de controle

Os argumentos de Jensen e Meckling (1976), Jensen (1993), Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1999) e as evidências empíricas, tais como Claessens *et al.* (2002) e, no Brasil, Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) e Aldrighi e Neto (2005), foram as principais bases para a construção dos indicadores de estrutura de propriedade e de controle. As variáveis independentes e os fatores de controle estão definidos no Quadro 1.

	VARIÁVEIS	DEFINIÇÃO
INDEPENDENTES	AC1_TOT	Percentual do capital total mantido pelo maior acionista
	AC_S5_TOT	Percentual do capital total mantido pelos cinco maiores acionistas.
	AC_INST_TOT	Percentual do capital total mantido por investidores institucionais (instituições em geral, incluindo bancos e seguradoras).
	AC_ACORDO_TOT	Percentual do capital total dos acionistas participantes do acordo de acionistas.
	[CV_CT]	Diferença entre o percentual de participação do maior acionista no capital votante e o seu percentual de participação no capital total.
	AC1_VT	Percentual de ações com direito a voto do primeiro acionista.
	AC_S5_VT	Percentual total de ações com direito a voto dos cinco maiores acionistas.
	AC_INST_VT	Percentual total de ações com direito a voto mantidas por investidores institucionais e instituições em geral, tais como bancos e seguradoras.
	AC_ACORDO_VT	Percentual total de ações com direito a voto do conjunto de acionistas que fazem parte do acordo de acionistas.
	Identidade do controlador	Identidade do primeiro acionista direito, quando há um acionista controlador. Variável categórica recalculada formando as seguintes variáveis dicotômicas: <ul style="list-style-type: none"> • FAM: Variável binária assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é um indivíduo ou família; e (0) em caso contrário. • INST: Variável binária assumindo o valor (1) quando o maior acionista direto é um investidor institucional; e (0) em caso contrário. • EMP: Variável binária assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é uma outra empresa; e (0) em caso contrário. • GOV: Variável binária assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é o governo; e (0) em caso contrário. • NT_CONTR: Variável binária assumindo o valor (1) quando a empresa não possui um acionista de controle; e (0) em caso contrário.
CONTROLE	alavfin	Alavancagem financeira – $alavfin = \left(\frac{LL/PL}{LL - res_fin} \right) / AT$. Em que: LL é o lucro líquido; PL é o patrimônio líquido; res_fin é o resultado financeiro (receitas financeiras - despesas financeiras); e AT é o ativo total.
	logvpap	Índice <i>book-to-market</i> – logaritmo natural do valor patrimonial por ação/preço (patrimônio líquido por ação, do último balanço, dividido pelo preço).
	logvm	Tamanho da firma (valor de mercado das ações) – logaritmo natural do resultado da multiplicação do preço de fechamento da ação no ano “t” pela quantidade de ações da companhia em circulação.

Quadro 1 – Variáveis de concentração da propriedade e do controle e fatores de controle

3.3 Método de análise dos determinantes da eficiência dos Conselhos de Administração

A análise das características dos Conselhos de Administração e dos determinantes da sua eficiência consistiu, primeiramente, em traçar o perfil geral dos Conselhos brasileiros a partir da classificação de Dutra e Saito (2002). Em seguida, buscou-se identificar os

determinantes de cada uma das variáveis indicativas da eficiência dos conselhos.

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.

Com o intuito de identificar indícios de influência da estrutura de controle das companhias sobre as características dos Conselhos, analisaram-se o tamanho e a composição médios em função da identidade do acionista de controle. Após a análise univariada, estimaram-se modelos de regressão de dados em painel, de modo a identificar quais são os determinantes das variáveis de eficiência dos Conselhos. Ou seja, a intenção foi descobrir em que condições eles são mais eficientes. A literatura de finanças indica fatores ligados à estrutura de propriedade, à estrutura financeira e, também, a características específicas das empresas como variáveis que contribuem para explicar a eficiência desse mecanismo de governança. Estimaram-se, então, vários modelos alternativos em que as variáveis independentes foram sendo substituídas por outras, de modo a verificar a robustez dos relacionamentos observados. Assim, as diversas variáveis representativas da concentração de votos, da concentração de propriedade e da identidade do controlador foram sendo incluídas, alternativamente, nos modelos estimados.

O modelo adotado para identificar os fatores determinantes da eficiência dos Conselhos, quanto à dimensão independência, representada pela variável INDEP, foi expresso pela equação [1]. Os sinais sobre as variáveis indicam o sentido esperado do relacionamento.

$$INDEP_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACI_TOT_{it} + \beta_2 AC_INST_TOT_{it} + \beta_3 SEPAR_{it} + \beta_4 TAM_CA_{it} + \beta_5 \log vm_{it} + \beta_6 alavfin_{it} + \beta_7 \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Em que: $INDEP_{it}$ é o percentual de membros independentes no Conselho; ACI_TOT_{it} é a porcentagem de capital total do primeiro acionista; $AC_INST_TOT_{it}$ é a porcentagem de capital total dos investidores institucionais; $SEPAR_{it}$ é uma variável binária indicando que as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; TAM_CA_{it} é o número total de membros do Conselho; $alavfin_{it}$, $\log vm_{it}$ e $\log vpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , e β_4 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_5 , β_6 e β_7 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Quando a eficiência do Conselho foi medida pela variável *separação das funções de CEO e de presidente do Conselho* (SEPAR), estimou-se o seguinte modelo:

$$SEPAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACI_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 alavfin_{it} + \beta_8 \log vm_{it} + \beta_9 \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

Em que: $SEPAR_{it}$ é uma variável binária indicando que as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_7 , β_8 e β_9 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro aleatório.

O modelo em que a eficiência do Conselho de Administração é representada pelo seu tamanho foi expresso pela equação:

$$TAM_CA_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACI_TOT_{it} + \beta_2 AC_INST_TOT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 \log vm_{it} + \beta_8 \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [3]$$

Em que: TAM_CA_{it} é o número total de membros do Conselho de Administração;

ACI_TOT_{it} é a porcentagem de capital total do primeiro acionista; $AC_INST_TOT_{it}$ é a porcentagem de capital total dos investidores institucionais; $INST_{it}$, EMP_{it} , GOV_{it} , e NT_CONTR_{it} são variáveis dicotômicas indicando a identidade do acionista controlador; $logvm_{it}$ e $logvpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_7 e β_8 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

4 Análise dos resultados

4.1 Estatísticas descritivas

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 dos Conselhos 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.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis de composição do Conselho

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 análise dos dados mostrou 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) e Jensen (1993). Ademais, verificou-se que os Conselhos das empresas em que o acionista controlador é o governo são significativamente maiores em relação aos das demais. Ao contrário, as empresas em que o controlador direto é uma família possuem Conselhos significativamente menores. Quanto ao critério *independência*, verificou-se que as empresas cujo controlador direto é o governo possuem percentual médio de conselheiros independentes significativamente inferior aos das demais companhias. Nesta pesquisa, adotaram-se nos testes estatísticos níveis de 5% de significância.

Esses resultados sugerem uma influência da estrutura de controle sobre as características dos Conselhos de administração, conforme argumentado por Charreaux e Pitol-Belin (1985). Essa evidência corrobora a hipótese desses autores de que na empresa familiar o tamanho do Conselho é, geralmente, mais reduzido em relação aos das empresas com capital mais disperso, uma vez que nessas circunstâncias a própria família o compõe e, por consequência, não há separação entre propriedade e decisão.

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 frequentemente 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.

No total, esses resultados contribuem para a corroboração da hipótese de interdependência entre as características do Conselho e da estrutura de controle.

4.2 Determinantes das variáveis do Conselho de Administração

Nesta seção, o intuito foi verificar em que condições os Conselhos de Administração são mais eficientes, o que consistiu em identificar os determinantes da sua independência, do seu tamanho e da separação das funções de CEO e de *Chairman*.

Quanto ao critério independência do Conselho, os dados revelaram uma associação positiva e significativa apenas entre a independência e o tamanho do Conselho. Esperava-se que as estruturas de capital e de controle explicassem a presença de conselheiros independentes, mas nenhuma variável dessa dimensão mostrou-se significativa. Em resumo, não se corroborou a hipótese de que a independência do Conselho de Administração é inversamente relacionada à concentração de propriedade (TAB. 2). As estimativas dos modelos apresentados na tabela 2 foram obtidas com a correção *cluster* da matriz de covariância dos coeficientes, dado que os testes estatísticos dos modelos estimados sugeriram a violação da hipótese de erros independentes e igualmente distribuídos. O teste de Wooldridge (2002) revelou a existência de autocorrelação de primeira ordem e o de Baum (2001), a heteroscedasticidade entre as unidades *cross-section*. Testou-se, também, a endogeneidade das variáveis de estrutura de propriedade (percentual total de ações dos maiores acionistas e dos investidores institucionais), mediante o teste de Baum, Schaffer e Stillman (2007). Dados os valores “*p*” do teste de endogeneidade, não se pode rejeitar a hipótese nula de que as variáveis testadas possam ser tratadas como exógenas (TAB. 2).

Quando se estimaram os modelos (1) a (4) da tabela 2 mediante o método de painel dinâmico de Blundell e Bond (1998), observaram-se resultados semelhantes aos encontrados anteriormente. Ou seja, apenas o tamanho do Conselho mostrou-se positiva e significativamente associado ao percentual de conselheiros independentes.

Tabela 2 – Determinantes do percentual de membros independentes nos Conselhos de Administração

Variável	(1) indep	(2) indep	(3) indep	(4) indep
ACI_TOT	0,00571 (0,17)			
AC_INST_TOT	0,0144 (0,21)	0,0125 (0,18)	0,158 (1,18)	0,0113 (0,17)
SEPAR	-0,620 (-0,39)	-0,627 (-0,39)	-0,482 (-0,09)	-0,657 (-0,41)
TAM_CA	1,654*** (3,75)	1,654*** (3,78)	1,469 (1,96)	1,619*** (3,72)
logvm	0,261 (0,31)	0,264 (0,31)	1,863 (1,51)	0,298 (0,36)
alavfin	-0,000037 (-1,02)	-0,000039 (-1,04)	-0,00831 (-1,25)	-0,000045 (-1,34)
logvpap	-1,127 (-1,33)	-1,122 (-1,32)	-0,698 (-0,57)	-1,100 (-1,31)
AC_S5_TOT		0,00707 (0,20)		
AC_ACORDO_TOT			-0,123 (-1,96)	
[CV_CT]				0,0970* (1,97)
constante	3,617 (0,33)	3,396 (0,31)	-12,40 (-0,67)	1,858 (0,17)
r2_w	0,0538	0,0539	0,111	0,0582
r2_b	0,0172	0,0170	0,00202	0,0171
F	3,656	3,546	2,404	4,083
N	1587	1587	405	1587
Teste de Hausman – <i>p values</i>	0,0134	0,0084	0,2966	0,015
Teste Heteroscedasticidade de Baum (2001) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Autocorrelação de Wooldridge (2002) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Endogeneidade – <i>p values</i>	0,5640	0,8812	0,2825	0,2745

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Hausman indicam a superioridade do modelo de efeitos fixos, exceto na especificação (3). Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os *clusters*.

Quando a eficiência do Conselho de Administração foi representada pelo indicador separação entre as funções de CEO e de presidente do Conselho, observou-se uma associação

inversa e significativa com a propriedade do primeiro acionista, conforme o esperado (TAB.3). Nas circunstâncias em que o maior acionista detém elevado percentual do capital é mais provável que ele exerça controle mais estrito sobre a gestão da companhia, sendo possível que ele mesmo ocupe as funções supracitadas e, mesmo que isso não seja verdadeiro, o controle dos conflitos de agência é efetuado mediante a elevada concentração da propriedade. Esses resultados contribuem para a corroboração da hipótese de que as características do Conselho (a sua eficiência) dependem da estrutura de propriedade da empresa. Ou seja, há uma maior probabilidade de separação das funções de CEO e de *Chairman* quando a concentração de capital na empresa é menor.

Verificou-se, também, uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a propriedade dos investidores institucionais e a separação das funções de CEO e de presidente do Conselho, como esperado. Assim, a maior participação desses investidores no capital da companhia aumenta a probabilidade de que essas funções sejam dissociadas e, por conseguinte, elevaria a eficiência do Conselho de Administração. Não obstante, observou-se uma relação inversa entre a variável INST, que indica um investidor institucional como o maior acionista direto e SEPAR. Esse resultado sugere uma menor probabilidade de dissociação das funções de CEO e de presidente do Conselho quando o controlador é um investidor institucional, contrariando o relacionamento esperado (TAB. 3).

Os resultados dos modelos (1), (2) e (4) da tabela 3 revelam, ainda, uma associação positiva e significativa entre a alavancagem financeira e SEPAR, sugerindo que as companhias com maior risco financeiro, resultante do maior endividamento, apresentam maior probabilidade de dissociar as funções de CEO e de presidente do Conselho. Assim, é possível que as empresas mais endividadas se utilizem desse mecanismo de governança para oferecer maior segurança aos financiadores externos. Não se pode descartar, no entanto, a hipótese mais simples de que as empresas com separação dessas funções sejam aquelas que possuem acesso mais fácil ao empréstimo, devido a outros aspectos que lhes são específicos.

Tabela 3 – Determinantes da separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração

Variável	(1) separ	(2) separ	(3) separ	(4) separ
AC1_TOT	-0,0256** (-2,81)			
AC_INST_TOT	0,0737* (2,30)	0,0775* (2,27)	0,0703 (0,79)	0,0748* (2,14)
INST	-13,56*** (-11,51)	-12,95*** (-10,50)	1,884 (0,98)	-13,22*** (-10,65)
EMP	1,190 (1,21)	1,151 (1,18)	16,21*** (12,70)	1,034 (1,01)
GOV	-16,70*** (-11,83)	-15,33*** (-10,43)		-15,43*** (-10,11)
logvm	0,539 (1,69)	0,550 (1,70)	1,931 (1,75)	0,572 (1,74)
alavfin	0,000124*** (3,59)	0,000122*** (3,47)	-0,0688 (-1,23)	0,000116*** (3,38)
logvpap	0,283 (1,00)	0,320 (1,10)	1,698 (1,41)	0,346 (1,14)
AC_S5_TOT		-0,00978 (-0,76)		
AC_ACORDO_TOT [CV_CT]			-0,0301 (-0,43)	0,00772 (0,42)
r2_p	0,0670	0,0545	0,152	0,0526
chi2	807,5	694,4	483,1	687,5
p	5,06e-169	1,15e-144	3,47e-100	3,51e-143
N	567	567	104	567
Teste de Hausman (<i>p values</i>)	0,8611	0,9145	0,5439	0,7602

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Hausman não permitem distinguir entre os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. Nesta pesquisa, valeu-se, então, do estimador de efeitos fixos, porque ele é consistente não somente quando os efeitos específicos são correlacionados com as variáveis explicativas, mas também quando eles são ortogonais. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* os *clusters*.

Enfim, quando a eficiência do Conselho foi representada pelo seu tamanho, as estimativas dos modelos (1) e (2) da tabela 4 mostram que esse aspecto é, essencialmente,

relacionado à concentração do capital, confirmando as proposições de teóricos em governança, tais como Charreaux e Pitol-Belin (1985), que sugerem a interdependência desses mecanismos. Os resultados revelaram uma associação negativa e significativa entre o tamanho do Conselho e o percentual de participação dos maiores acionistas na propriedade da empresa, o que corrobora a hipótese de associação inversa entre essas duas variáveis. Além disso, os Conselhos de Administração são maiores nas grandes empresas e naquelas em estágio de maturidade, haja vista o sinal positivo dos coeficientes das variáveis valor de mercado e índice *book-to-market*.

Esses resultados sugerem, assim, que os Conselhos de Administração são menores nas empresas de pequeno tamanho e de capital concentrado, o que está de acordo com as suposições de Charreaux e Pitol-Belin (1985). Nesses casos, os Conselhos são, normalmente, dominados pelos grandes acionistas ou por membros de suas famílias, que são os verdadeiros responsáveis pelo processo de tomada da decisão.

O teste de endogeneidade das variáveis de estrutura de propriedade (percentual total de ações dos maiores acionistas e dos investidores institucionais) sugere que as variáveis testadas são exógenas. Entretanto, os testes das hipóteses subjacentes aos modelos de regressão em painel indicaram a existência de autocorrelação de primeira ordem e de heteroscedasticidade entre as unidades *cross-section* (TAB. 4). Posto isso, os modelos apresentados nesta tabela foram obtidos com a correção *cluster* dos erros-padrão. Por fim, as estimativas dos modelos em que se utilizaram as variáveis de concentração do poder de voto, ao invés de concentração da propriedade, são similares às desta tabela em termos de significância dos coeficientes.

Tabela 4 – Determinantes do tamanho dos Conselhos de administração

Variável	(1) tam_ca	(2) tam_ca	(3) tam_ca	(4) tam_ca
ACI_TOT	-0,0157** (-2,73)			
AC_INST_TOT	0,0107 (1,24)	0,0145 (1,66)	0,0193 (1,26)	0,0127 (1,44)
INST	-1,409 (-1,17)	-1,312 (-1,11)	-2,348 (-1,82)	-1,286 (-1,04)
EMP	-0,794 (-1,00)	-0,831 (-1,06)	-0,551 (-0,56)	-0,915 (-1,12)
GOV	-1,554 (-1,40)	-1,380 (-1,29)	0,196 (0,10)	-1,337 (-1,21)
NT_CONTR	0,559 (0,83)	0,575 (0,83)		0,753 (1,09)
logvm	0,419*** (3,85)	0,417*** (3,83)	0,304 (1,63)	0,428*** (3,94)
logvpap	0,308*** (3,34)	0,312*** (3,34)	0,144 (0,94)	0,339*** (3,61)
AC_S5_TOT		-0,0110* (-2,12)		
AC_ACORDO_TOT			0,000267 (0,03)	
[CV_CT]				0,0118 (1,54)
constante	2,743 (1,68)	2,789 (1,70)	4,324 (1,59)	1,822 (1,12)
r2_w	0,0544	0,0472	0,0576	0,0428
r2_b	0,163	0,153	0,183	0,168
F	11,95	10,02	1,463	9,177
N	1597	1597	413	1597
Teste de Hausman – <i>p values</i>	0,0008	0,0003	0,5747	0,0002
Teste Heteroscedasticidade de	0,000	0,000	0,000	0,000
Baum (2001) – <i>p values</i>				
Teste de autocorrelação de	0,000	0,000	0,000	0,000
Wooldridge (2002) – <i>p values</i>				
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,1498	0,1428	0,5062	0,5366

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Hausman indicam a preferência do modelo de efeitos fixos, salvo para a variável AC_ACORDO_TOT. Nesse caso, as estimativas de efeitos aleatórios são semelhantes às de efeitos fixos. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os *clusters*.

5 Conclusão

O argumento central defendido neste artigo foi: a eficiência do Conselho de Administração em seu papel disciplinador está associada à estrutura de propriedade e de

controle das empresas. Neste estudo, posicionou-se, portanto, no sentido de verificar em que condições os Conselhos de Administração das empresas são de melhor qualidade, considerando os critérios de eficiência propostos pela teoria da agência. Visou-se, assim, identificar os fatores determinantes do tamanho dos Conselhos, da sua independência e da separação das funções de CEO e de *Chairman*.

Na perspectiva da teoria da agência, as condições fundamentais para que o Conselho de Administração, um dos principais mecanismos de redução dos problemas de agência, constitua um instrumento eficiente do sistema de controle interno das empresas são: uma participação elevada de conselheiros independentes, externos à firma; a separação das funções de diretor geral da companhia e de presidente do Conselho de Administração; e um número pequeno de membros.

Argumentam-se na teoria de governança que as características fundamentais dos Conselhos de Administração sejam fortemente influenciadas pela estrutura de propriedade e de controle, além de outros efeitos como o da estrutura financeira e aqueles relacionados a aspectos específicos das empresas. Com o intuito de testar esses relacionamentos no contexto brasileiro, analisou-se uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa no período de 1997 a 2006.

Quanto às características dos Conselhos brasileiros, observou-se que, em média, cumprem-se os critérios de eficiência: *tamanho*, que se mostrou entre os limites considerados ideais pela teoria da agência; e *separação das funções de CEO e de presidente do Conselho*, verificada na maioria das empresas analisadas. Todavia, não se observou o cumprimento efetivo do elemento *independência*, haja vista a predominância de conselheiros representantes dos acionistas controladores nesse órgão.

Os modelos estimados sugeriram a existência de um relacionamento negativo e significativo entre a separação das funções de CEO e de *Chairman* e a propriedade do primeiro acionista, oferecendo, portanto, suporte à hipótese de dependência entre a eficiência do Conselho e a estrutura de propriedade e de controle da empresa. Observou-se, também, uma relação inversa e significativa entre o tamanho do Conselho de Administração e a concentração de propriedade, o que corrobora a hipótese de influência dessa dimensão. Entretanto, quanto ao critério *independência*, os resultados encontrados não permitiram corroborar a hipótese de associação com a estrutura de propriedade e de controle.

No total, as evidências encontradas nesta pesquisa confirmam, em grande parte, o argumento de que a estrutura de propriedade e de controle das empresas influencia a qualidade dos Conselhos de Administração.

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.; MOON, K. P.; RAO, R. P. Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency theory perspective. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 38-50, 1994.
- BAUM, C. F. Residual diagnostics for cross-section time series regression models. **Stata Journal**, v. 1, n.1, p.101-104, 2001.
- BAUM, C. F.; SCHAFFER, M. E.; STILLMAN, S. Enhanced routines for instrumental variables/GMM estimation and testing. **Stata Journal**, v. 7, n.4, p. 465-506, 2007.
- 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.
- BLUNDELL, R; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. **Journal of Econometrics**, v. 87, n. 1, p. 115-143, 1998.
- CHARREAUX, G. Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. **Working paper**, Université de Bourgogne, 2000.
- CHARREAUX, G; PITOL-BELIN, J. La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration. **Working Paper**, Université de Bourgogne, 1985.
- CLAESSENS, S. et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.
- 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.
- 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.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. **Journal of Financial Economics**, vol. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, vol. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LEAL, R. P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- LIPTON, M., LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.
- MAK, Y.T.; LI, Yuan. Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n 3, p.235–256, 2001.
- 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.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 22, n. 2, p. 737-783, 1997.
- 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.
- WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Cambridge, 2002.