

# **Custos versus benefícios das propriedades da governança corporativa: estudo da relação do desempenho das empresas no mercado de capitais**

**André Folster** (UFSC) - andrefolsterr@gmail.com

**Bruna Teixeira** (UFSC) - brunatteixeira@gmail.com

## **Resumo:**

*Este estudo tem como objetivo identificar quais propriedades de governança corporativa estão relacionadas com o valor das empresas não financeiras pertencentes ao IBrX50. As propriedades analisadas são: o conselho de administração, comitê de auditoria e evidenciação voluntária. Utilizou-se da regressão linear múltipla no qual o valor da empresa foi medido pelo Q de Tobin. Deste modo foram testadas hipóteses das quais foram analisadas aquelas que obtiveram significância a nível de 5% ( $p < 0,05$ ). Os resultados apontaram que empresas com número de membros no conselho de administração maior que a média e empresas com comitê de auditoria composto por 3 ou mais membros são inclinadas a terem melhores desempenhos no mercado financeiro. Já as empresas com conselhos de administração com maior proporção de membros independentes possuem relação negativa com o desempenho. Com estes resultados pode-se inferir que a aplicação das práticas de governança corporativa está associada à valorização do valor da empresa, o que pode ser interpretado como a valorização da empresa pela aplicação destes mecanismos, assim, os custos aplicados a estes mecanismos se tornam benefícios para os acionistas, já que estão relacionados ao desempenho no mercado de capitais.*

**Palavras-chave:** *Governança Corporativa; Desempenho Econômico; Q de Tobin; Valor da Empresa.*

**Área temática:** *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

## **Custos versus benefícios das propriedades da governança corporativa: estudo da relação do desempenho das empresas no mercado de capitais**

### **RESUMO**

Este estudo tem como objetivo identificar quais propriedades de governança corporativa estão relacionadas com o valor das empresas não financeiras pertencentes ao IBrX50. As propriedades analisadas são: o conselho de administração, comitê de auditoria e evidenciação voluntária. Utilizou-se da regressão linear múltipla no qual o valor da empresa foi medido pelo Q de Tobin. Deste modo foram testadas hipóteses das quais foram analisadas aquelas que obtiveram significância a nível de 5% ( $p < 0,05$ ). Os resultados apontaram que empresas com número de membros no conselho de administração maior que a média e empresas com comitê de auditoria composto por 3 ou mais membros são inclinadas a terem melhores desempenhos no mercado financeiro. Já as empresas com conselhos de administração com maior proporção de membros independentes possuem relação negativa com o desempenho. Com estes resultados pode-se inferir que a aplicação das práticas de governança corporativa está associada à valorização do valor da empresa, o que pode ser interpretado como a valorização da empresa pela aplicação destes mecanismos, assim, os custos aplicados a estes mecanismos se tornam benefícios para os acionistas, já que estão relacionados ao desempenho no mercado de capitais.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa; Desempenho Econômico; Q de Tobin; Valor da Empresa.

Área-temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões

### **1 INTRODUÇÃO**

A governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos internos e externos que visam minimizar os problemas de agência e com isso aumentar a garantia do retorno dos investimentos realizados pelos fornecedores de recursos (SILVEIRA, 2004). Trata-se, portanto, da adoção de práticas que minimizam os riscos de uma má administração ou desvios dos recursos aplicados. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (2002, p. 01), “governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia”.

Diversos estudos procuram confirmar empiricamente as influências que a adoção das práticas de governança exerce sobre o desempenho de uma organização, contudo, os resultados não são consistentes. Para Andrade et al. (2009) o tema é controverso, e tem permitido enfoques distintos, por diferentes correntes teóricas, o que inspira novos estudos que investiguem as questões da governança e o desempenho. Assim, procurou-se definir importantes elementos do sistema de governança que possam influenciar no desempenho das empresas no mercado financeiro (medido pelo Q de Tobin). Destaca-se para este estudo o conselho de administração, o comitê de auditoria e a evidenciação voluntária.

O conselho de administração é o principal componente do sistema de governança corporativa (IBGC, 2009). É o órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários do capital. Ainda, segundo o IBGC (2009), é função do conselho de administração resguardar e valorizar a organização, potencializar o retorno do investimento no longo prazo, zelar pelos valores e propósitos da organização e traçar suas estratégias. Para uma melhor eficiência, é recomendado que o conselho de administração conte com o auxílio de comitês. Um importante comitê, que conjuntamente com o conselho de administração pode estar associado ao desempenho da empresa, é o comitê de auditoria.

O comitê de auditoria é responsável pela divulgação das informações contábeis, por manter a integridade dos controles internos e pela relação com a auditoria independente (PELEIAS; SEGRETI; COSTA, 2009). Tem sido considerado um órgão importante para defender os interesses dos investidores do mercado de capitais, constituindo-se como um dos mais importantes elementos de *compliance* e *disclosure* (SANTOS, 2009)

Também nesta perspectiva, a evidenciação voluntária pode estar relacionada com o desempenho das empresas. Em um ambiente que exige transparência corporativa, a divulgação de informações adicionais representa um importante instrumento de valor estratégico. Assim, Cruz et al. (2014, p.2) presume que a evidenciação voluntária é uma “medida estratégica da gestão, uma vez que, sua utilização normalmente relaciona-se a fatores tais como: o retorno e o aumento do poder de influência da empresa nas decisões de seus usuários”.

Diante do exposto, tem-se como problema de pesquisa a falta de um arcabouço teórico consistente e evidências empíricas conclusivas sobre quais propriedades de governança corporativa estão relacionadas com o desempenho das empresas no mercado financeiro. Esta situação pode acarretar em tomadas de decisões equivocadas, tanto por parte da empresa, por adotar práticas de governança que aumentam a complexidade e os custos na organização sem atingir o retorno esperado, bem como por parte dos investidores, devido às consequências de analisar uma empresa sem conhecer exatamente a influência da estrutura de governança presente nela.

Desta forma, este estudo tem como objetivo identificar propriedades de governança corporativa vinculadas ao conselho de administração, comitê de auditoria e evidenciação voluntária que estão relacionadas com o desempenho das empresas não financeiras pertencentes ao IBrX50 no mercado de capitais. Neste sentido, elaborou-se a seguinte pergunta de pesquisa: **Quais propriedades de governança corporativa estão relacionadas ao desempenho das empresas e o consequente melhor custo benefício aos acionistas?**

Este estudo se justifica sob o ponto de vista científico por oferecer uma contribuição ao conhecimento da relação entre as propriedades de governança e o desempenho das empresas no mercado de capitais. Avança no sentido de congrega propriedades de governança corporativa referentes ao conselho de administração, comitê de auditoria e evidenciação voluntária. Sob os pontos de vista prático e social, este conhecimento pode interessar a acionistas, gestores, e outros indivíduos que demandem informações relacionadas a aspectos que envolvam a maximização de investimentos e/ou que busquem apoio à tomada de decisão.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Com base na teoria da agência a governança corporativa é um importante mecanismo de alinhamento dos interesses dos administradores e acionistas. O foco desta abordagem teórica está relacionado à separação entre propriedade e controle da firma o qual resulta em diversos problemas de agência decorrentes dos conflitos de interesses entre as partes envolvidas (JENSEN; MECKLING, 1976). Segundo a teoria da agência, o gestor pode não empregar todo o esforço necessário para condução do negócio e utilizar de informações privilegiadas para assegurar a maximização da sua função de utilidade.

Para Silveira (2004, p.23) o “conselho de administração é um dos principais mecanismos de alinhamento dos interesses de acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma companhia”. Assim como, o Comitê de Auditoria é considerado um importante órgão na defesa dos interesses dos investidores no mercado de capitais. No mesmo sentido, a evidenciação voluntária diminui a assimetria informacional e permite um melhor acompanhamento da atuação dos gestores.

Percebe-se, contudo, a importância das propriedades de governança que envolve o conselho de administração, comitês e evidências voluntárias no processo de proteção legal aos fornecedores de capital. Nesse sentido, diversas leis, normas e recomendações, assim como pesquisas acadêmicas veem discutindo sobre quais as melhores práticas propiciam um melhor desempenho nas organizações.

Nestas pesquisas, são diversificadas as métricas utilizadas para mensurar o desempenho das empresas. De acordo com Alves (2010) nos estudos relacionadas com a governança corporativa os indicadores normalmente utilizados como variáveis dependentes são os índices contábeis, como retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre vendas, ou ainda indicadores de valor de mercado como o retorno das ações. É destacado pelo autor a utilização do Q de Tobin, que segundo o mesmo, é um indicador bastante empregado, e frequentemente associado aos resultados mais significativos.

Segundo Famá e Barros (2000), o Q de Tobin consolidou-se como uma variável de utilidade em diferentes aplicações em pesquisas da área de economia e finanças. Expressa o valor da empresa no sentido de *performance*, o que faz dele um indicador prontamente comparável entre as mais diversas empresas. Ainda segundo os autores, o Q de Tobin é notadamente aplicado em diversos estudos no campo das finanças por servir como *proxy* para o valor da organização.

O Q de Tobin é obtido da relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos. Foi proposto inicialmente por Tobin em 1968 e Brainard e em Tobin 1969 porém apesar da grande relevância teórica o cálculo é dificultado. Outros autores propuseram aproximações, como a proposta por Chung e Pruit em 1994 e discutida por Famá e Barros em 2000, que definem operacionalmente o Q de Tobin conforme a equação 1.

$$Q \text{ de Tobin} \cong \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT} \quad (1)$$

Em que:

- VMAO: valor de mercado das ações ordinárias;
- VMAP: valor de mercado das ações preferenciais;
- DIVT: valor contábil da dívida, definido como passivo circulante mais exigível a longo prazo mais estoque menos o ativo circulante;
- AT: ativo total da companhia.

Neste sentido, a interpretação que se tem é que para  $Q > 1$  existe estímulo a investimentos e para  $Q < 1$  o contrário. Esta métrica foi utilizada neste estudo para testar as hipóteses apresentadas a seguir.

### 3 HIPÓTESES DE PESQUISA

Neste estudo, a relação do desempenho das empresas com a governança corporativa foi estudada por meio da elaboração de hipóteses abordando as seguintes variáveis: tamanho do conselho de administração, independência do conselho de administração, quantidade de comitês no conselho de administração, tamanho do comitê de auditoria e qualificação dos seus membros e por último, a evidência voluntária.

#### 3.1 TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O tamanho do conselho de administração está relacionado com a quantidade de conselheiros que compõem o órgão. De acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2009, p.36), o número de membros do conselho “deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês”. O recomendado é que seja entre 5 a 11 conselheiros.

Os estudos empíricos se divergem sobre o efeito do tamanho do conselho no desempenho das empresas. Por um lado, tem sido argumentado que um conselho maior irá prejudicar o desempenho da organização devido às dificuldades decorrentes de planejamento, coordenação de trabalho e tomada de decisão. Por outro lado, um conselho maior é visto como mais benéfico por aumentar a arrecadação de recursos e por possuir mais competências entre os membros. Além disso, uma maior quantidade de conselheiros torna menos provável que as decisões sejam tomadas em favor de um único membro. (DALTON et al., 1998; HERMALIN; WEISBACH, 2003; AL-MATAR; AL-SWIDI; FADZIL, 2014).

Em pesquisas como a de McIntyre, Murphy e Mitchell (2007), Drakos e Bekiris (2010), Liang, Xu e Jiraporn (2013), Ujunwa (2012) e Bouaziz e Triki (2012) os resultados apontam que conselhos menores estão associados com níveis mais elevados de desempenho da empresa, tanto medido pelo ROA como pelo Q de Tobin. Outros estudos como de Jackling e Johl (2009) e Bahreini e Zain (2013) sugerem que conselhos maiores têm um impacto positivo sobre o desempenho. Ainda, para Ferrer e Banderlipe II (2012), que estudou 29 empresas imobiliárias listadas nas Filipinas não há significância entre o tamanho do conselho de administração com o desempenho financeiro.

Para amostra de empresas brasileiras de capital aberto Andrade et al. (2009) verificou que a quantidade total de conselheiros está positivamente relacionada com o desempenho das organizações. Enquanto Silveira, Barros e Famá (2003) evidenciaram uma relação quadrática negativa entre tamanho do conselho de administração e desempenho, sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros (quatro a oito membros) alcançam melhor desempenho.

Desta maneira, com vistas aos achados no mercado acionário brasileiro e à teoria da agência, entende-se que conselhos maiores diminuem a possibilidade de um comportamento oportunista dos gestores, reduz o conflito de interesse e melhoram desempenho da empresa no mercado financeiro, o que resulta na formação da hipótese 1.

*H<sub>1</sub> : As empresas com número de membros no Conselho de administração maior que a média estão propensas a terem melhor desempenho no mercado de capitais.*

### 3.2 INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Um membro do conselho de administração é considerado independente se não possuir vínculo executivo nas atividades da organização. As melhores práticas de governança corporativa apontam que é desejável que a maioria dos membros do conselho sejam independentes. Para Fama e Jensen (1983) os conselheiros externos estão mais conscientes sobre a sua reputação e status social o que aumentam os esforços na supervisão da gestão e acompanhamento da execução das atividades da empresa, consequentemente estão mais preocupados com a melhoria do desempenho da organização.

No entanto, alguns autores argumentaram que conselheiros independentes por serem mais ausentes possuem dificuldades no controle das ações diárias e operações da empresa. Além de que, conselheiro que exercem função executiva tem mais conhecimento sobre a organização, o que garante um desempenho mais efetivo e importante na gestão do negócio e desenvolvimento de estratégias (HICKMAN; BRYD, 1992; BAHREINI; ZAIN, 2013).

Os estudos empíricos têm relatado geralmente um efeito positivo entre conselhos mais independentes e desempenho. Jackling e Johl (2009), Bouaziz e Triki (2012), Bahreini e Zain (2013) identificaram que a presença de membros independentes está relacionada com o melhor desempenho das organizações e Liang, Xu e Jiraporn (2013) constataram que a proporção de membros independentes tem impactos significativamente positivos sobre o desempenho nos 50 maiores bancos chineses. Assim, com base nos estudos empíricos, será testada a seguinte hipótese:

*H<sub>2</sub> : As empresas com maior proporção de membros independentes são mais propensas a terem maior desempenho no mercado de capitais.*

### 3.3 COMITÊS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Segundo o IBGC (2009, p. 43) “comitês são órgãos acessórios ao Conselho de Administração”. Seu papel é auxiliar o conselho em atividades específicas que demandam muito tempo e/ou profundidade. O Código de Melhores Práticas exemplifica os comitês que podem ser formados: de Auditoria, Recursos Humanos/Remuneração, Governança, Finanças, Sustentabilidade, entre outros.

Guzzo (2014) encontrou 155 tipos diferentes de comitês, conselhos e órgãos da administração nas empresas da BM&FBovespa do segmento Novo Mercado e explica que o número elevado é devido a predisposição das empresas em criarem comitês especializados tantos quantos forem necessários para atenderem as suas particularidades empresarias. O autor destaca como comitês que apareceram com maior frequência: Comitê Financeiro, Comitê de Remuneração, Comitê de Sustentabilidade, Comitê de Recursos Humanos e Comitê de Ética. Além de chamar atenção para alguns nomes peculiares como: Comitê de Alçadas, Comitê de Gente, Comitê de Seminovos, Comitê POCA e Comitê Supervisor do BB Japão.

Destaca-se que a quantidade de comitês deve estar alinhada com o porte e necessidades da organização. Conforme o IBGC (2009, p. 44) “um número excessivo desses grupos pode reproduzir indevidamente a estrutura interna da empresa no Conselho e gerar interferência inoportuna na gestão”.

Desta maneira, visto que os comitês são especializados em determinados assuntos e possuem competências e habilidades mais adequadas para recomendar determinadas decisões ao Conselho, espera-se que empresas com mais comitês estejam mais propensas a atingir um melhor desempenho no mercado financeiro. Este entendimento é suporte para a formação da seguinte hipótese:

*H<sub>3</sub> : As empresas com maior número de comitês estão inclinadas a terem melhor desempenho no mercado de capitais.*

### 3.4 TAMANHO DO COMITÊ DE AUDITORIA

A quantidade de membros no comitê de auditoria é uma característica considerada relevante para o desempenho eficaz de suas funções. As recomendações ligadas a governança corporativa é de que o comitê de auditoria seja formado por pelo menos três membros.

A literatura aponta que comitês maiores têm maior status organizacional e autoridade e que pequenos comitês de auditoria não tem a mesma diversidade de habilidades e conhecimento de um comitê maior (AL-MATARI et al.; 2012). Segundo Al-Matar, Al-Swidi, Fadzil, (2014) um comitê de auditoria com um tamanho ideal está mais propenso em satisfazer os interesses dos acionistas.

Bahreini e Zain (2013) analisaram um conjunto de dados obtido a partir dos relatórios anuais de trinta bancos na Malásia no período de 2005 a 2009 e encontraram uma relação positiva entre tamanho do comitê de auditoria e o desempenho dos bancos.

Al-Matar, Al-Swidi, Fadzil (2014) cita pesquisas conduzida em países em desenvolvimento, como o Brasil, que também resultou na constatação de associação positiva entre comitê maiores e melhor desempenho (BLACK; KIM, 2007; BLACK ET AL, 2003; HEENETIGALA ARMSTRONG, 2011; KYEREBOAH-COLEMAN, 2007; OBIYO; LENE, 2011; SWAMY, 2011; AL-MATARI et. al, 2012). Em sua pesquisa, Al-Matar, Al-Swidi, Fadzil (2014) encontrou relação positiva, porém insignificante.

Neste sentido, tem-se a seguinte hipótese:

*H<sub>4</sub> : As empresas com comitê de auditoria composto por 3 ou mais membros são inclinadas a terem melhor desempenho no mercado de capitais.*

### 3.5 QUALIFICAÇÃO DOS MEMBROS DO COMITÊ DE AUDITORIA

No comitê de auditoria é desejável que todos os membros possuam conhecimento em finanças e contabilidade e que pelo menos um possua experiência na área contábil ou de auditoria (IBGC, 2009). Para Hoitash, Hoitash (2009) os comitês de auditoria com membros qualificados são mais propensos a entender as questões contábeis complexas, financeiras e estratégica, o que permite maior contribuição à melhoria do desempenho das empresas no mercado financeiro.

Alguns estudos têm identificado que membros com expertise em finanças no comitê de auditoria possuem relação positiva com a qualidade da informação contábil e a qualidade da auditoria independente, espera-se um resultado similar com o desempenho da empresa, visto que membros com conhecimento específico tendem a melhorar a eficiência das funções do comitê.

Desta maneira, espera-se para este estudo que comitês de auditoria com pelo menos um membro qualificado esteja relacionado com o aumento do desempenho das empresas no mercado financeiro, sendo testada a seguinte hipótese.

*H<sub>5</sub> : As empresas com comitê de auditoria com pelo menos um membro com expertise em finanças tendem a ter melhor desempenho no mercado de capitais.*

### 3.6 EVIDENCIAÇÃO VOLUNTÁRIA

A evidenciação voluntária é o meio pelo qual as empresas se diferenciam no mercado, de forma que a informação possa orientar as decisões dos usuários e ter como consequência o alcance dos seus objetivos estratégicos e o aumento do desempenho da organização.

Rover e Santos (2014) constataram com o nível de significância de 90% positiva relação entre as variáveis desempenho e a evidenciação socioambiental. Sousa et al. (2014) analisaram as demonstrações financeiras padronizadas, os relatórios anuais e os relatórios de sustentabilidade empresarial em bases empíricas para verificar a relação com o valor de mercado (mensurado pelo coeficiente Q de Tobin) e o *disclosure* voluntário de informações econômicas, sociais e ambientais.

Os autores constataram a existência de relação significativa e positiva entre a divulgação voluntária econômica e o valor de mercado das empresas. Referente a divulgação voluntária ambiental a relação foi significativa e negativa e sobre a divulgação social voluntária, os resultados apontaram uma relação sem significância.

Cruz et al. (2014) também analisaram a governança corporativa sobre o aspecto da divulgação voluntária. O objetivo do estudo foi investigar a relação entre a divulgação de *guidance* (projeções de resultados futuros) e o desempenho das empresas listadas na BM&Fbovespa. Os resultados apontaram para a inexistência de relações significativas entre a prática de *guidance* e o desempenho, medido com o ROE, ROA e Q de Tobin.

Assim, como demonstra a maioria dos estudos empíricos, em um ambiente corporativo que enseja transparência, a divulgação de informações adicionais representa um importante instrumento de melhoria do desempenho da empresa no mercado financeiro. Espera-se que a divulgação de projeções do EBITDA - Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização - também esteja relacionada com melhores desempenhos. Desta maneira, será testada a seguinte hipótese:

*H<sub>6</sub> : As empresas com política de divulgação de projeção de EBITDA tendem a ter melhor desempenho no mercado de capitais.*

### **3 METODOLOGIA**

Neste tópico são descritos os critérios para obtenção da amostra utilizada no estudo, são apresentados a metodologia e os procedimentos adotados para a construção do modelo empírico e, por último, a descrição das variáveis do estudo.

#### **3.1 Seleção da Amostra**

A amostra utilizada no estudo é composta pelas empresas não financeiras constantes no índice IBrX 50, na data de 17 de novembro de 2014, este índice é composto pelas 50 ações mais negociadas na bolsa de valores do Brasil, BM&FBOVESPA. Por ser tratar de ações ordinárias e preferenciais de uma mesma empresa, ocorrem alguns casos de repetições, o que resulta em um número de 47 empresas. Porém, a amostra final não conta com as empresas financeiras, pois estas possuem ativos peculiares e podem estar com variações atípicas dependendo do momento do mercado, como exemplo, pode-se utilizar as empresas de cartão de crédito, que ficam em posse do dinheiro de seus clientes para posterior repasse, e isto não significa que elas possuem este valor. E, ainda, o valor do ativo total fica superavaliado para esta medição. Desta forma, a amostra analisada conta com 36 empresas.

Optou-se por utilizar o índice IBrX 50 por ele representar mais do que 85% do valor de mercado do IBrX 100, ou seja, o acréscimo de mais 50 ações acrescentariam no valor de mercado em aproximadamente 15%, por este motivo, acredita-se que o IBrX 50 é uma amostra representativa para a realização dos testes desta pesquisa.

#### **3.2 Modelo Empírico**

Neste estudo foi investigada a relação entre as propriedades de governança corporativa e o desempenho das empresas. Para avaliar o desempenho das empresas optou-se pelo Q de Tobin, por refletir as expectativas dos acionistas em relação ao desempenho futuro e a capacidade da empresa em realizar novos investimentos e, ainda, por seu desempenho estar, frequentemente, associado aos resultados mais robustos entre as pesquisas sobre o tema (ALVES, 2010). Neste contexto, o desempenho da empresa no mercado de capitais pode ser retratado e torna possível a identificação de variáveis que influenciam na agregação de valor da empresa.

O Q de Tobin foi calculado conforme apresentado na equação (1) com dados extraídos do *Software* ECONOMÁTICA. Já as propriedades de governança foram obtidas por meio dos formulários de referência de cada empresa disponibilizados no sítio da BM&FBOVESPA. Todos os dados são referentes ao ano de 2013.

Para utilização da técnica de regressão linear múltipla e atendimento a seus pressupostos foi necessária a transformação do Q de Tobin em logaritmo, o que resultou na variável Logaritmo do Q de Tobin (LnQTobin).

As variáveis independentes e de controle selecionadas para compor o modelo empírico foram submetidas ao teste de regressão linear múltipla para identificação da relação entre o Q



de Tobin (desempenho das empresas) e as propriedades de governança corporativa. Neste processo, foram utilizadas as variáveis independentes e de controle especificadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis do Modelo

Núm.	Variáveis	Sigla	Descrição
<b>Variável Dependente</b>			
1	Log Q de Tobin	LnQTobin	Logaritmo natural da soma do valor de mercado com as dívidas contábeis e com o ativo circulante menos os estoques dividido pelo ativo total contábil.
<b>Variáveis Independentes</b>			
2	Tamanho do conselho de administração	NúmMMMCAD	Número de membros maior que a média (9,3) no Conselho de Administração. ( <i>Dummy</i> )
3	Composição do conselho por membros independentes	MMIndepCAD	Maioria do Conselho de Administração são de membros independentes. ( <i>Dummy</i> )
4	Divisão de trabalho do Conselho de administração	QtComitCA	Quantidade de Comitês no Conselho de Administração.
5	Evidenciação voluntária de Ebitda	PrevEbitdaD	Presença de evidenciação de previsões de EBITDA. ( <i>Dummy</i> )
6	Tamanho do comitê de auditoria	CAud3MD	Comitê de Auditoria com no mínimo três (3) membros. ( <i>Dummy</i> )
7	Qualificação do comitê de auditoria	CAudExpFinD	Comitê de Auditoria com pelo menos um integrante com expertise em finanças. ( <i>Dummy</i> )
<b>Variável de Controle</b>			
8	Desempenho	ROA	Lucro sobre o ativo total.

Fonte: Elaborado pelos autores (2015)

Os critérios utilizados na obtenção dos dados estão descritos no Quadro 1, alguns destes dados foram transformados em variáveis binárias (0 ou 1) pela dificuldade de comparar diferentes aspectos das empresas, pois a diferença de 1 para 2 representa uma variação de 100% e a mesma poderia prejudicar os resultados da pesquisa. Desta forma, foi estabelecido um divisor que se estabeleceu como ideal.

Para aceitação ou rejeição das hipóteses foi utilizado o nível de significância bilateral de 5% ( $p < 0,05$ ). Porém, conforme Gujarati e Porter (2011) o leitor deve ser o responsável pelo julgamento da significância, pois alguns são mais propensos ao risco e estão dispostos a estarem errados a 10% ou 15% das vezes ou mais.

#### 4 ANÁLISE DOS DADOS E RESULTADOS

Neste tópico são apresentadas as análises dos dados e dos resultados obtidos, estes estão divididos em dois, o primeiro apresenta a análise descritiva dos dados e o segundo os resultados do modelo e das hipóteses testadas.

##### 4.1 Análise Descritiva

As variáveis utilizadas para compor o estudo, com exceção da quantidade de comitês, foram transformadas em dados binários, ou seja, 0 e 1, que representam sim ou não. Desta forma, a Tabela 1 apresenta a análise descritiva destas variáveis sem a transformação.

Tabela 1 – Análise descritiva das variáveis

Medida	Quant. Empresas	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
--------	-----------------	-------	---------	--------	--------	---------------

Quantidade Membros CA	36	9,39	9	6	16	2,33
Proporção Membros Independentes CA	29	0,36	0,35	0	0,89	0,25
Quantidade Comitês CA	33	3,58	3,5	0	9	2,08
Quantidade Membros Comit. Aud.	22	2,19	3	0	8	2,05
ROA	0	0,06	0,03	-0,03	0,26	0,07
Q de Tobin	36	1,47	0,98	0,27	5,78	1,19

Fonte: Elaborado pelos autores (2015)

Como pode ser observada, a Tabela 1 apresenta a composição da amostra de forma descritiva. Em comparação com estudos realizados em outros países, pode-se observar que as médias de membros no conselho de administração são próximas, já que apresentaram entre 7,18 e 13,80 membros. E os que mais se aproximaram foram os estudos realizados na Malásia com 9,49 (BAHREINI; ZAIN, 2013), na Índia com 9,56 (JACKLING; JOHL, 2009) e no Canadá com 9,7 (MCINTYRE; MURPHY; MITCHELL, 2007) membros em média por conselho.

Quanto à independência, o estudo realizado por Drakos e Bekiris (2010), na Grécia, apresentou média de 31%. Este valor é o mais próximo dos 36% apresentados pelas empresas da amostra. A maior média foi encontrada na pesquisa realizada com os bancos da Malásia (BAHREINI; ZAIN, 2013), os quais apresentaram média de 79,18% de independência nos conselhos. Desta forma, percebe-se que os bancos deste último país consideram a independência um fator importante, já que a proporção de membros independentes é muito superior aos apresentados nos demais estudos identificados.

Em relação ao comitê de auditoria, a amostra utilizada por Bahreini e Zain (2013) apresentou tamanhos do comitê entre 3 e 9 membros e com média de 4,21. Já os achados da presente pesquisa apresentaram empresas sem comitês de auditoria e, as que possuíam, tinham entre 2 e 8 membros, a média ficou estabelecida em 2,19 entre todas as empresas. Entretanto, ressalta-se que a quantidade mínima recomendada pelo IBGC (2009) e pelo *Blue Ribbon Committee's* (1999) são três (3) membros, ou seja, no Brasil, a média revela quantidade inferior a esta recomendação.

Para comparação do desempenho de mercado, foi utilizado o Q de Tobin, assim como nos estudos anteriores. A média do Q de Tobin foi de 1,47, valor superior aos apresentados pelos estudos de Drakos e Bekiris (2010), que indicou média de 1,28, e de McIntyre, Murphy e Mitchell (2007), de 1,38, porém, ficou aproximadamente um terço da média do estudo realizado na Índia por Jackling e Johl (2009), o qual apresentou média de 4,84.

Em complemento, a Tabela 2 apresenta a frequência das variáveis binárias utilizadas no modelo.

Tabela 2 – Frequência das companhias em relação às variáveis

Variáveis	Frequência	Porcentagem
NúmMMMCAD	13	36,11%
MMIndepCAD	10	27,78%
PrevEbitdaD	8	22,22%
CAud3MD	20	55,56%
CAudExpFinD	21	58,33%

Fonte: Elaborado pelos autores (2015)

Destaca-se a quantidade de empresas que evidenciaram previsões de EBITDA e os conselhos de administração com maioria de membros independentes, estes ficaram com

porcentagem abaixo de 30%, o que aponta que estas não são práticas comuns entre as empresas.

#### 4.2 Resultados

Conforme descrito na metodologia, foram testadas variáveis que envolviam o conselho de administração, comitê de auditoria e evidenciação voluntária, desta forma, seis se destacaram quando analisadas em conjunto com o Logaritmo do Q de Tobin. Assim, o modelo apresenta a relação entre as propriedades de governança corporativa e o valor da empresa. Este modelo pode ser observado na Tabela 3.

Tabela 3 – Modelo de regressão linear múltipla para o Logaritmo do Q de Tobin (LnQTobin)

Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Coef. Beta	T	P-value	VIF
Constante	-0,062	0,166		-0,375	0,711	
NúmMMMCAD	0,388	0,147	0,279	2,635	0,014	1,224
MMIndepCAD	-0,363	0,151	-0,243	-2,396	0,024	1,122
QtComitCA	-0,070	0,035	-0,215	-2,030	0,052	1,226
PrevEbitdaD	-0,290	0,165	-0,180	-1,764	0,089	1,143
CAud3MD	0,724	0,255	0,538	2,840	0,008	3,914
CAudExpFinD	-0,527	0,259	-0,388	-2,032	0,052	3,985
ROA	6,652	1,024	0,652	6,496	0,000	1,100
<b>Estatística</b>						
R	0,862	R <sup>2</sup> Ajustado		0,679	F	11,596
R <sup>2</sup>	0,744	Erro Padrão		0,38405	Sig.	0,000
Durbin-Watson	2,217					

Fonte: Elaborado pelos autores (2015)

Tomando-se como referência os coeficientes expostos na Tabela 3, tem-se a equação (2) do modelo:

$$\begin{aligned} \text{LnQTotin} = & -0,062 + 0,388 \times \text{NúmMMMCAD} - 0,363 \times \text{MMExtCAD} & (2) \\ & -0,070 \times \text{QtComitCA} - 0,290 \times \text{PrevEbitdaD} + 0,724 \times \text{CAud3MD} \\ & -0,527 \times \text{CAudExpFinD} + 6,652 \times \text{ROA} \end{aligned}$$

Os resultados da análise de regressão linear múltipla indicam que Logaritmo do Q de Tobin (variável dependente) e as propriedades de governança utilizadas (variáveis independentes) têm um grau de associação de 86,2%, como observado na Tabela 3 através do coeficiente de Correlação de Pearson. Além disso, o coeficiente de determinação (R<sup>2</sup>) teve uma taxa de 0,744, o que mostra que as variáveis de governança do modelo podem explicar o comportamento de 74,4% do valor da empresa (Q de Tobin).

Os resultados do modelo da regressão apontam relações positivas para o número de membros maior que a média (9,3 membros) no conselho de administração (NúmMMMCAD) e comitê de auditoria com no mínimo três membros (CAud3MD). Por outro lado, relações negativas para a maioria dos membros do conselho independentes (MMIndepCAD), quantidade de comitês existentes no conselho de administração (QtComitCA), evidenciação de previsão de EBITDA (PrevEbitdaD) e comitê de auditoria formado por pelo menos um integrante com experiência financeira (CAudExpFinD).

Com estes resultados,  $H_1$ , que tratava da hipótese de que as empresas com número de membros no conselho de administração maior que a média estão propensas a terem melhor desempenho, é aceita, já que rejeita-se a hipótese nula com segurança de 0,14%. Este resultado vai de encontro com os estudos de Jackling e Johl (2009) e Bahreini e Zain (2013) que sugerem que conselhos maiores impactam positivamente no desempenho. E sugere-se ainda que a maior quantidade de conselheiros diminua as possibilidades de decisões que sejam favoráveis a determinados membros (DALTON et al., 1998; HERMALIN; WEISBACH, 2003; AL-MATAR; AL-SWIDI; FADZIL, 2014).

$H_2$  testou-se as empresas com maior proporção de membros independentes são propensas a terem maior desempenho financeiro. Os resultados estatísticos não indicam evidências suficientes para a rejeição da hipótese nula, já que a significância do teste apresentou uma relação inversamente proporcional, o que sugere que empresas com mais membros independentes tendem a ter menor desempenho. Este resultado é consistente com a ideia de que os membros independentes por serem mais ausentes, tem dificuldades nas ações diárias e na operação da empresa. Além de que, este resultado pode ser reflexo da quantidade de membros no conselho de administração, já que essa quantidade pode dificultar o favorecimento a poucos (DALTON et al., 1998; HERMALIN; WEISBACH, 2003; AL-MATAR; AL-SWIDI; FADZIL, 2014).  $H_3$  afirmou que as empresas com maior número de comitês estão inclinadas a terem melhor desempenho, de acordo com os resultados, a hipótese nula não pode ser rejeitada, já que a nível de 5% os resultados não deram significativos. No entanto, apresentou um resultado inversamente proporcional. Esse resultado vai de encontro com a afirmação do IBGC (2009, p. 44) de que o número excessivo de comitês pode interferir inoportunamente na gestão.

Ademais, segundo Keong (2002), esses comitês, quando não constituídos de forma que atuem com independência, com acesso às informações e aconselhamento profissional, e conter membros alfabetizados financeiramente, servem apenas como pretexto para nomeações em cargos com funções meramente cerimoniais.

Já  $H_4$  aponta que as empresas com comitê de auditoria composto com 3 ou mais membros são inclinados a terem melhor desempenho. Os resultados rejeitam a hipótese nula e apontam que os melhores desempenhos estão relacionadas às empresas que tem comitê de auditoria com 3 ou mais membros, e assim, corrobora com a literatura prévia. O que sugere que a presença de mais membros no comitê de auditoria gera mais confiança aos acionistas, seja pelo maior poder de fiscalização ou pela melhor qualidade na divulgação de informações ao mercado.

Este achado está de acordo com a perspectiva tradicional da teoria da agência, que indica que conselhos e comitês de auditoria maiores proporcionam o aumento da vigilância da gestão que reduz potenciais conflitos de interesse que possam prejudicar o desempenho da organização (KIEL; NICHOLSON, 2003).

$H_5$  também testa as características do comitê de auditoria, no entanto, aborda a existência de membros com expertise em finanças e sua tendência a ter melhor desempenho no mercado. Com os resultados, não se pode rejeitar a hipótese nula em nível de 5%. Porém, foi apresentada relação inversa, o que opõe o entendimento de Hoitash, Hoitash (2009).

Por fim,  $H_6$  testa se as empresas com políticas de divulgação de projeções de EBITDA tendem a ter melhor desempenho. A nível de 5% a hipótese nula não pode ser rejeitada, no entanto a prática de evidenciação apresentou uma relação negativa com o desempenho no mercado *de capitais*. Isto pode apresentar desconfiança em relação ao que é divulgado ou a diminuição de expectativa do investidor que esperava ter um EBITDA maior que o projetado. Pois conforme Cruz et al. (2014) a evidenciação voluntária esta relacionado ao suporte nas decisões de seus usuários e ao retorno.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo objetivou identificar as propriedades de governança corporativa vinculadas ao conselho de administração, comitê de auditoria e evidenciação voluntária que estão relacionadas com o desempenho das empresas não financeiras pertencentes ao IBrX50. Com esta finalidade, foram testadas seis hipóteses através da regressão linear múltipla e, assim, foi possível identificar a relação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho, medido pelo Q de Tobin.

Os resultados apontaram que empresas com número de membros no conselho de administração maior que a média ( $H_1$ ) e empresas com comitê de auditoria composto por 3 ou mais membros ( $H_4$ ) são inclinadas a terem melhores desempenhos no mercado financeiro. Estes achados rejeitam a hipótese nula e demonstram que estas práticas de governança transmitem confiança para os investidores e esta confiança é repassada ao valor da empresa.

Os resultados também demonstraram que empresas com conselhos de administração com maior proporção de membros independentes possuem relação negativa com o desempenho, o que rejeitou  $H_2$ . Assim como, em relação às propriedades: quantidade de comitês no conselho de administração ( $H_3$ ), expertise em finanças entre os membros do comitê de auditoria ( $H_5$ ) e evidenciação de previsões de EBITDA ( $H_6$ ) apresentaram, também, uma relação negativa, porém, sem significância.

Estes achados sugerem para a ineficiência destas práticas, no sentido de que os membros independentes por possuírem outras atividades externas atuem menos no conselho do que membros internos que estão mais adaptados ao dia-a-dia da empresa (HICKMAN; BRYD, 1992; BAHREINI; ZAIN, 2013) e que os comitês estejam constituídos de formas inadequada, o que faz, estes servirem como pretexto para nomeações em cargos com funções meramente cerimoniais (KEONG, 2002).

Além disso, os resultados inesperados permitem levantar a discussão de que empresas com menores desempenhos procuram aderir às práticas de governança para que estes sejam melhorados. Isto provoca a interpretação de que empresas com piores desempenhos procurem, por exemplo, a imparcialidade dos conselheiros independentes para auxiliar na melhoria de sua situação atual, deste modo, os resultados demonstram as práticas que se tornam mais eficientes no ponto de vista dos acionistas, e assim, estes podem se atentarem para as empresas que melhor for conveniente para seus interesses.

Buscou-se neste estudo contribuir com a literatura mediante a geração de conhecimento acadêmico e fornecer subsídios aos participantes do mercado de capitais e demais partes interessadas em informações corporativas. Não houve a pretensão de esgotar o assunto, e sim atentar para governança corporativa em relação ao desempenho das empresas.

Para esta pesquisa a leitura adotada, baseada em estudos anteriores e recomendações de governança, é que a adoção das práticas analisados que irão permitir um melhor desempenho no mercado *de capitais*, porém, para futuras pesquisas sugere-se a análise por outras óticas, além de novas variáveis, outras amostras, maior limite temporal e com diferentes métodos de avaliação de desempenho.

## REFERÊNCIAS

AL-MATAR, E.; AL-SWIDI, A.; FADZIL, F. Bt..The Effect of Board of Directors Characteristics, Audit Committee Characteristics and Executive Committee Characteristics on Firm Performance in Oman: An Empirical Study. *Asian Social Science*, v. 10, n. 11, 2014.

AL-MATARI, Y. et al. Board of Directors, Audit Committee Characteristics and Performance of Saudi Arabia Listed Companies. *International Review of Management and Marketing*, v. 2, n. 4, 2012, p.241-251.

ALVES, E. dos S. *Governança corporativa, desempenho e risco no Brasil*. 2010. 138 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2010.

ANDRADE, L. P. de; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, n. 4. jul./ago. 2009.

BAHREINI, M.; ZAIN, M. M. Impact of Corporate Governance on Performance of Banking Sector in Malaysia. *Research Journal of Finance and Accounting*. v.4, n.19, 2013.

BLUE RIBBON COMMITTEE ON IMPROVING THE EFFECTIVENESS OF CORPORATE AUDIT COMMITTEES. *Report and recommendations of the blue ribbon committee on improving the effectiveness of corporate audit committees*. 1999.

BOUAZIZ, Z.; TRIKI, M. The impact of the board of directors on the financial performance of Tunisian companies. *Universal Journal of Marketing and Business Research*. v. 1, n.2, p. 056-071, Jun. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *A Cartilha de governança corporativa da Comissão de Valores Mobiliários*. Junho, 2002. <Disponível em [www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc)>. Acesso em: 05.02.2015.

CRUZ, N. V. S.; DIAS FILHO, J. M.; CORDEIRO FILHO, J. B.; FREIRES, F. G. M. Disclosure de Guidance e desempenho das firmas listadas na BM&FBOVESPA. *VIII Congresso Anpcont*, Rio de Janeiro, 2014.

DALTON, D. R.; DAILY, C. M.; ELLSTRAND, A. E.; JOHNSON, L. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Review*, v. 19, n. 3, p. 269–290, 1998.

DRAKOS, A. A.; BEKIRIS, F. V. Endogeneity and the Relationship Between Board Structure and Firm Performance: A Simultaneous Equation Analysis for the Athens Stock Exchange. *Managerial and Decision Economics*. Fev. 2010. <Disponível em: [www.wileyonlinelibrary.com](http://www.wileyonlinelibrary.com)> Acesso em 18.01.2015.

FAMÁ, R. BARROS, L. A. B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 07, n. 4, out./dez. 2000.

FERRER, R. C.; BANDERLIPE II, Mc R. S. The influence of corporate board characteristics on firm performance of publicly listed property companies in the Philippines. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, v. 16, n. 4, p. 123-144, 2012.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C.. **ECONOMETRIA BÁSICA**. 5. ed. São Paulo: Amgh Editora Ltda, 2011. 924 p.

GUZZO, Eder José. Disclosure da Composição do Comitê de Auditoria: Análise sob a ótica das características, diversidade e interligação. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Santa Catarina, 2014. 128 p.

HERMALIN, B. E., & WEISBACH, M. S. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York*, v. 9, n. 1, p. 7–26, 2003.

HOITASH, R., HOITASH, U. The role of audit committees in managing relationships with external auditors after SOX. *Managerial Auditing Journal*. v. 24, n. 4, p. 368-397, 2009  
Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1108/02686900910948206>> Acesso em: 23 mar. 2015

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, ed. 4, São Paulo, 2009.

JACKLING, B.; JOHL, S. Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, v. 17, n. 4, p. 492–509, 2009.

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

KEONG, L. C. Corporate governance: An Asia-Pacific critique. Sweet & Maxwell Asia. Hong Kong, 2002.

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

LIANG, Q.; XU, P.; JIRAPORN, P. Board characteristics and Chinese bank performance. *Journal of Banking & Finance*, v. 37, 2013.

MCINTYRE, M. L.; MURPHY, S. A.; MITCHELL, P. The top team: examining board composition and firm performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, v. 7, n. 5, p. 547-561, 2007.

PELEIAS, I. R.; SEGRETI, J. B.; COSTA, C. A., Comitê de auditoria ou órgão equivalentes no contexto da Lei Sarbanes-Oxley: estudo da percepção dos gestores de empresas brasileiras emittentes de American Depository Receipts - ADRs. *Contabilidade Vista e Revista*, v. 20, n.1, p. 41-65, 2009.

ROVER, S.; SANTOS, A. dos. *Revisitando os Determinantes do Disclosure Voluntário Socioambiental no Brasil: Em Busca de Robustez na Mensuração da Variável Socioambiental*. 5º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças e Iniciação Científica em Contabilidade. Florianópolis, 2014

SANTOS, A. G. dos. *Comitê de auditoria: uma análise baseada na divulgação das informações de empresas brasileiras*. 2009. 175 p. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2009.

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

SILVEIRA, A. DI M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. *Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras – um estudo empírico*. In: SEMEAD, 6., 2003, São Paulo. Anais... São Paulo: USP/FEA, 2003.

SOUZA, C. B. et al. Valor de mercado e disclosure voluntário: estudo empírico em companhias listadas na Bm&Fbovespa. *Revista Ambiente Contábil*, v. 6, n. 2, p. 94-115, jul./dez. 2014.

UJUNWA, A. Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, v. 12, n. 5, p. 656 – 674, 2012.