

A relação entre conselho de administração e desempenho das empresas listadas na B3 do setor de consumo cíclico

The relationship between the Board of directors and performance of the companies listed in B3 in the cyclical consumption sector

- Jessica de Souza Borges** Especialista em Controladoria. Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) – Brasil. jborges144@gmail.com
- Nayara Sandy dos Santos Vieira** Especialista em Controladoria. Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) – Brasil. nayarasantos177@gmail.com
- José Orcélio do Nascimento** Mestre em Ciências Contábeis. Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) – Brasil. jorcelio@uol.com.br
- Luciana Gavazzi Barragan** Doutoranda em Educação. Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) – Brasil. lbarragan@fecap.br
- Marcus Vinicius Moreira Zittei** Doutor em Ciências Contábeis e Administração. Universidade Federal de São Paulo (UNIFESP)/ Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas (FMU) – Brasil. marcuszittei@zittei.com.br

RESUMO

Na perspectiva da literatura de governança, argumenta-se que a eficiência do Conselho em seu papel disciplinar, tendo a função de proteger o patrimônio reside essencialmente na forma como ele está estruturado. Espera-se que os conselhos desempenhem funções diferentes, por exemplo, monitoramento de gerenciamento, fornecendo orientação estratégica para a empresa, sendo assim, o presente artigo tem por objetivo verificar a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no segmento “Consumo Cíclico” da B3, no período de 2010 a 2017. O estudo caracteriza-se como descritivo, realizado por meio de análise documental e abordagem quantitativa. A população é composta por 82 empresas, abrangendo uma amostra de 48 empresas com nível de governança. Para medir o desempenho empresarial foram utilizadas as variáveis ROA, ROE e Q de Tobin, e como características do conselho de administração foram selecionadas as variáveis: independência do conselho, tamanho do conselho, variável *dummy* para encontrar a dualidade de diretor e uma *dummy* para o nível de governança, para variável de controle, tamanho da empresa. Para análise dos dados, foi utilizado a regressão de dados em painel não balanceado por meio do *software* estatístico Gretl®. Os resultados apontaram uma relação negativa e significativa entre independência do conselho, dualidade do diretor e nível de governança corporativa com o desempenho. Já as variáveis tamanho de conselho e tamanho da empresa não apresentaram uma relação significativa.

Palavras-chave: Governança corporativa. Conselho de administração. Consumo cíclico. Desempenho.

ABSTRACT

In the perspective of governance literature, it is argued that the board of directors' efficiency in its disciplinary role, having the function of protecting patrimony, resides essentially in the way in which it is structured. The board of directors is expected to perform different functions, for example, management monitoring, which provides the company strategic orientation. Therefore, this article has the objective to verify the relationship between the characteristics of the board of directors and the business performance of companies listed in the B3's "Cyclical Consumption" segment in the years ranging from 2010 to 2017. The study is characterized as descriptive, performed through documentary analysis and quantitative approach. The population is composed of 82 companies, encompassing a sample of 48 of these with governance level. To measure corporate performance, Tobin's ROA, ROE and Q variables were used, and as a characteristic of the board of directors the variables selected were: independence of the board of directors, the size of the board, a dummy variable to find director duality, and a dummy for governance level, for control variable, and company size. For data analysis, the regression of unbalanced panel data was done using Gretl® statistical software. The results pointed to a negative and significant relation between board independence, director duality, and corporate governance level with its performance. The board of directors and company size did not present a significant relation.

Keywords: Corporate governance. Board of directors. Cyclical consumption. Performance.

1 INTRODUÇÃO

De acordo com a cartilha de recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre governança corporativa, o conselho de administração tem a função de proteger o patrimônio da empresa em pró do alcance de seu objeto social, orientando a diretoria com o intuito de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao negócio, dentre outras características, tem o maior número possível de membros independentes (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2002).

O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) diz que o conselho de administração tem como dever otimizar o retorno do investimento no longo prazo, buscando equilíbrio entre as expectativas das partes interessadas. Tem o papel de decidir os rumos do relacionamento estratégico do negócio, protegendo princípios, valores, objeto social e o sistema de governança da empresa, além disso, compete também monitorar a diretoria sempre em prol do interesse da instituição, atuando como uma conexão entre eles e os sócios (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2018).

Empresas com estruturas de governança com práticas recomendadas pelos agentes de mercado passam a percepção, ao senso comum, de obter melhores resultados e de serem mais bem avaliadas pelo mercado no preço das suas ações do que empresas com uma estrutura não tão organizada. Assim, fica implícito que a hipótese de que a estrutura afeta seu desempenho e valor de mercado (Silveira, 2002).

Silveira (2004) diz que para investidores terem confiança em um investimento em uma determinada empresa, necessita de um conjunto de fatores maior que só o retorno das ações, são mais amplos e subjetivos, relacionados ao ambiente institucional onde a empresa está inserida. Na governança corporativa o conjunto de mecanismos de incentivo e controles, o conselho de administração exerce um papel no mecanismo de controle interno de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema. Esse alinhamento de interesses é buscado por meio de um conselho de administração ativo e independente em favor de todos os acionistas.

Santos, Araújo, Medeiros e Lucema (2019) é esperado que a mudança das empresas, de um nível diferenciado de governança para outro, ou seja, com uma maior exigência, reflita positivamente no valor da empresa, uma vez que sinaliza para o mercado a evolução das boas práticas de governança. Para tanto, a variável valor de mercado será obtida do produto do número de ações e valor da ação.

Estudos já foram feitos com a intenção de demonstrar os impactos do conselho de administração em termos de retorno para as empresas, a exemplos: (Fraga & Silva, 2012), (Paiva, Oliveira & Peixoto, 2015) e (Dani, Santos, Kaveski, Cunha & Leite, 2017).

Nesse contexto, o objetivo deste estudo é avaliar a relação entre conselhos de administração e desempenho das empresas do setor de consumo cíclico, listadas na B3, entre os anos de 2010 e 2017. A pergunta de pesquisa a ser respondida é: Qual o impacto do conselho de administração no desempenho das empresas do setor de consumo cíclico, listadas na B3? Assim, tal tema se justifica pela importância desse mecanismo no âmbito de governança corporativa, tanto do ponto de vista da empresa quanto dos investidores, que estão cada vez mais preocupados com a segurança de seus investimentos, e o fato de investir em uma empresa que preza pelas boas práticas.

A escolha do setor de consumo cíclico se dá pelo fato de poder analisar os níveis de atuação de governança corporativa em um setor com segmentos diferentes que são impactados pelas demandas ao longo do ano que podem impactar o preço das ações e interferir nos resultados das empresas tanto positivamente quanto negativamente.

No que tange ao método de pesquisa, esse artigo utilizou regressão múltipla com dados em painel desbalanceado, por meio de dados coletados a partir de informações públicas nos sites da B3, CVM, e na base de dados do ComDinheiro (2018) entre os anos de 2010 a 2017.

Em 2017 a Fusão entre BM&F Bovespa e a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) criou a B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), 5ª maior bolsa de valores do mundo, com patrimônio de US\$ 13 bilhões (Moreira, 2017).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A estrutura de governança e o valor de mercado na empresa

As companhias abertas nacionais estão em constante busca de soluções para a melhoria da gestão organizacional de modo que os atos afetem positivamente o retorno das suas ações. Tomando que a meta dessas companhias seja o crescimento do retorno dos acionistas e utilizando-se o valor da companhia como objetivo a ser maximizado, essas organizações devem buscar também a redução dos custos de capital próprio e de terceiros e a melhoria do desempenho operacional. Portanto, o exercício de melhores práticas de governança torna-se um dos instrumentos que podem permitir a melhoria do processo de decisão nas empresas, proporcionando aperfeiçoamento dos controles e uma maior eficiência gerencial, e assim viabilizar o atingimento dessas metas (Lameira, 2007).

A cartilha de recomendações da CVM relata a importância das práticas de governança para os investidores, a análise no auxílio da decisão de investimento, pois a mesma determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, permitindo exercer influência no desempenho da mesma, sempre objetivando aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2002).

Silveira, Barros e Famá (2003) relatam que empresas que possuem as práticas da boa governança corporativa, tendem a obter melhor rentabilidade em relação às empresas que não se enquadra nos critérios da governança corporativa, isso faz com que a companhia possa usufruir de benefícios, sendo a taxa de desconto inferior, menor risco de crédito e valorizar sua companhia no mercado, demonstrando aos acionistas.

Santos et al. (2019) é esperado que a mudança das empresas, de um nível diferenciado de governança para outro, ou seja, com uma maior exigência, reflita positivamente no valor da empresa, uma vez que sinaliza para o mercado a evolução das boas práticas de governança. Para tanto, a variável valor de mercado será obtida do produto do número de ações e valor da ação.

Segundo o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, os agentes têm um papel relevante para obter-se melhor valor da organização no mercado, que está relacionado aos profissionais envolvidos, conta com o comprometimento dos administradores e outros executivos que são fatores determinantes para a formação do ambiente (IBGC, 2018).

Pode ser observado que nível de governança corporativa tem grande influência no valor de mercado das ações conforme as pesquisas de Silveira et al. (2003), Lameira (2007) e Santos et al. (2019) e conforme CVM, 2002 e IBGC, 2018.

Como a amostra desse trabalho consiste em empresas que detém diversos níveis de governança, será comentado cada nível por meio da pesquisa de Almeida, Scalzer e Costa (2008).

As principais características dos níveis da Governança Corporativa, sendo Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado:

Nível 1: depende do grau do comprometimento da companhia, formado por meio de contrato entre B3 e empresa. As companhias listadas neste nível devem apresentar melhorias na prestação de informações ao mercado e promover controle acionário, contudo tem algumas obrigações a serem seguidas, como por exemplo, melhorar informações prestadas, adicionar trimestralmente as demonstrações financeiras padronizadas, documento que é enviado para a CVM e B3, realizar reuniões públicas com investidores e analistas pelo menos uma vez ao ano e divulgar os termos de contrato da companhia versus partes relacionadas.

Nível 2: comprometem as mesmas exigências do nível 1, porém adotam algo mais amplo, priorizando os direitos dos acionistas minoritários, seguindo as regras: Demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ou *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP),

Novo Mercado: nesse nível as empresas devem se comprometer em adotar as práticas de Governança Corporativa, e as ações podem ser lançadas pela própria companhia, de acordo com as exigências da

legislação. As principais características do novo mercado, a empresa deve assinar o contrato, onde se compromete a usar as regras societárias mais exigentes do que a própria legislação, a companhia deve possuir somente ações ordinárias (que possuem direito de voto), e deverão ser aprovadas em assembleias gerais e adicionadas no estatuto social da empresa.

Segundo Candeloro (2014), na década de 1980, a pulverização do capital nas companhias, trouxe como consequência o poder de decisão da empresa, para o *Chief Executive Officer* (CEO), que não está de acordo com temas relacionados à Governança Corporativa.

De acordo com Silveira et al. (2003) um estudo sobre os profissionais que atuam nas companhias com os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, são mais valorizados no mercado, e conclui-se que o mercado vê de forma ampla e benéfica que as boas práticas de Governança Corporativa passam a ser uma recomendação e viabilização dos acionistas.

Com o crescimento das participações dos investidores das empresas, que estão atentos ao retorno de seus investimentos, o CEO da empresa se preocupa com a transparência e clareza das informações a serem divulgadas.

2.2 Conselho de administração

Segundo Candeloro (2014) para medir o grau de independência do Conselho de Administração, faz-se a proporção entre membros não executivos (externos) e membros executivos (internos) em sua composição. Para que o Conselho de Administração seja eficiente, devem-se seguir procedimentos adequados, estruturais e conceituar o que é ideal para obter melhor aparência, porém dependerá de cada companhia e sua necessidade. Não existe padrão para a composição do Conselho de Administração, deve-se analisar as funções de suas particularidades, momento histórico, desenvolvimento e suas perspectivas estratégicas.

Segundo Zolini (2008), o Conselho de Administração, tem como responsabilidade final, o funcionamento da companhia, com a função de admitir, demitir e compensar o CEO da organização, com isso poucos conselhos conseguem fazer desta forma, principalmente quando estão em crise, pois quando fazem a divulgação de resultados ruins, o CEO já havia sido demitido, sem arcar com as consequências da demonstração dos resultados divulgados aos acionistas e outros, prejudicando a imagem da companhia. Um conselho bem administrado é capaz de obter ótimos controles internos e excelentes resultados, com o desenvolvimento e organização dos profissionais em relação a suas atividades, com o foco nas estratégias a serem atingidas. De acordo com a BM&FBovespa (2018b), existem diversos segmentos de listagem e todos esses segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciada, na Tabela 1 um quadro resumo da composição do conselho de administração para cada segmento.

Tabela 1. Comparativo dos segmentos de listagem: Conselhos de Administração

| Composição do Conselho de Administração | Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 | Novo Mercado (até 28/12/17) | Novo Mercado (A partir 02/01/18) | Nível 2 | Nível 1 | Básico |
|---|-------------------------------------|--|--|---|-------------------------|-------------------------|
| Mínimo de Membros | 3 (conforme legislação) | 5 dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes | 3 (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes | 5 dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, | 3 (conforme legislação) | 3 (conforme legislação) |
| Mandato | unificado de até 2 anos | unificado de até 2 anos | unificado de até 2 anos | unificado de até 2 anos | unificado de até 2 anos | Não há regra específica |

Fonte: BM&F Bovespa (2018b).

As diferenças entre os níveis dizem respeito às exigências para a listagem das ações nos segmentos, cada um com suas próprias diferenças, o que pode se observar da Tabela 1 é que todos os níveis devem possuir pelo menos 3 membros conforme a Lei nº 6.404 de 1976, deste modo procura-se prevenir que ajam empates nas tomadas de decisões das empresas. Uma estrutura ideal deveria compor um conselho diversificado entre internos e independentes, esses para melhorar o monitoramento e dar mais credibilidade ao conselho da empresa.

Santos e Aragaki (2015) dizem que a empresa que possui um Conselho de Administração demonstra segurança ao mercado, deste modo, exalta preocupação com as práticas de governança e continuidade da empresa.

Silveira (2002), informa que com uma economia de alta concentração de propriedade, geralmente de ações com direito a votos tem conflitos e aparece com mais frequência nas organizações, entre os acionistas controladores e minoritários, e com isso o papel do Conselho de administração ganha potencial, pois tem a função de intermediar e reduzir custos da organização, que faz toda a diferença para apresentarem resultados, com transparência e veracidade nas informações.

A competitividade de mercado e a expansão das empresas a níveis internacionais vêm exigindo cada vez mais transparência, fazendo com que cada vez mais empresas adotem boas práticas. Neste ambiente competitivo, o conselho de administração assume posição no desenvolvimento da gestão corporativa e sua composição e estruturas poderão ter papel decisivo na sobrevivência da empresa e na conquista de novos mercados, como representante dos acionistas e última instância de decisão da empresa (Santos, 2002).

A relação entre as características do conselho e o desempenho financeiro das empresas não pode ser ignorada porque o aumento do desempenho financeiro é necessário para qualquer firma, portanto o conselho de administração desempenha um papel crucial na empresa e suas características afetam como os padrões de governança corporativa são aplicadas e promulgadas (Mahrous, 2014).

Mônaco (2000) defende que conselheiros externos possam indicar maior potencial de independência em relação aos executivos. Deve-se ponderar a separação dos conselheiros externos e internos, pois ocorre o conflito de interesse com acionistas e os executivos da companhia, inclusive quando conselheiro é interno, o monitoramento poderá acarretar baixo resultado, pois são os mesmo que monitoram suas próprias atividades. A diferenciação entre os dois tipos de conselheiros, os externos podem ser incluídos acionistas que fazem parte do controle.

Amaral e Correia (2009), dizem que o papel principal do Conselho de Administração, exige monitorar os dirigentes, para assegurar suas decisões com o objetivo de maximização do valor da companhia. A eficiência disso depende da composição do Conselho, sendo o grau de independência em relação à direção geral da empresa.

Segundo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, os sócios da companhia devem indicar profissionais que estão aptos ao cargo, para o Conselho de administração, com as seguintes características: possuir experiência, ter valores relacionados ao da organização, independência de quem os indicou e atuar com diligência. Para que sejam realizadas a contratação do conselho, os sócios precisam passar previamente informações detalhadas sobre cada candidato, inclusive posições que tinham anteriormente, como por exemplo, cargos de diretoria, serviços de consultoria e qual posição atuava no conselho (IBGC, 2018).

Brandão, Vasconcelos, Luca e Crisóstomo (2019) afirmam que a dualidade do CEO constitui uma prática cada dia menos comum nas empresas brasileiras, e o poder do CEO, quando este ocupa o cargo de presidente do conselho de administração, pouco influencia a política de remuneração da diretoria executiva. Em contrapartida, a maior participação de executivos no conselho de administração eleva positivamente a variação anual da remuneração total dos executivos e distancia essa remuneração do desempenho de mercado. Faz-se necessário verificar se esse distanciamento não passa de uma medida de aversão ao risco ou de reflexo de usufruto de benefícios privados por parte dos executivos.

Segundo Veloso, Santos, Pimenta, Cunha e Cruz (2019) os pacotes de remuneração dos executivos brasileiros incentivam a redução na assunção de riscos. Esse entendimento é reforçado pelo fato de que a remuneração do conselho de administração cresce em função da redução dos riscos dos fluxos de caixa. Ao se considerar o histórico de instabilidade financeira do Brasil, que eleva o risco do negócio, esse resultado

evidência que as empresas buscam incentivar os executivos a mitigar esses riscos, buscando reduzir o nível de incertezas sobre o negócio.

Conforme Silveira (2002), um dos mecanismos da Governança Corporativa em relação ao Conselho de Administração, é que sendo o mesmo é independente, tem a função de controlar todo o trabalho da diretoria, por meio de diretrizes, estratégias e decisões importantes que sejam relevantes, além de monitorar a execução do trabalho da gerência.

2.3 Desempenho

As estratégias e decisões impactam os resultados das empresas, dado sua importância, diversas pesquisas sobre os temas de gestão empresarial são desenvolvidas. Nesse sentido, a literatura que trata da mensuração de desempenho empresarial fornece indicadores possíveis de serem utilizados para análise do que se deseja encontrar como resultado.

Um processo de avaliação de desempenho no contexto econômico parte da definição de planos que definam os resultados almejados como: lucro, posição no mercado, nível de tecnologia etc. A definição desses objetivos tende a ocorrer por meio de um processo de gestão que contemple o horizonte de tempo, como e quando querem chegar (Martins, 2006).

Assim como o IBGC (2018); Mehrotra e Mohanty (2018) e Mellone e Saito (2004) também expõem a ideia de que os conselhos têm a tarefa de monitorar o desempenho gerencial de uma empresa e seus diretores. Esse aspecto inclui fatores exógenos como mercado e fatores macroeconômicos, mas também fatores endógenos que podem ser controlados pela diretoria. Para que o controle seja ativo, as principais fontes de informação são o desempenho do preço das ações da empresa, a disponibilidade de informações contábeis de lucro da empresa e as informações sobre o comportamento do mercado em geral. Compete ao conselho a tarefa de separar esses dois fatores e monitorar o desempenho do corpo diretivo.

Assaf (2014) diz que esses indicadores têm como escopo avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre suas ações, assim, as cotações de mercado se tornam sensíveis aos resultados desses indicadores.

O ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) mensura o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários. Cada unidade monetária gasta de recursos próprios investido na empresa mede-se quanto aos acionistas recebem de lucro, é obtido atrás da razão entre Lucro Líquido e Patrimônio Líquido Médio (Assaf, 2014).

O ROA (retorno sobre o ativo) demonstra o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos, calculada sobre a razão entre Lucro Gerado pelos ativos (Operacional) e Ativo Total Médio, onde o lucro operacional representa o resultado antes das despesas financeiras (Assaf, 2014).

Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2008) ROA e ROE são índices de lucratividade, portanto é importante analisar com cautela principalmente sob o efeito de comparações entre empresas, por isso é importante analisar o relacionamento das diferentes partes das informações financeiras.

Por fim, o Q de Tobin, tem por definição a razão entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos. Esse indicador vem auxiliando no desenvolvimento dos mercados financeiros, facilitando as estimativas de valores de mercado (Famá & Barros, 2000).

Os estudos correlatos demonstram a relação entre governança corporativa e desempenho econômico financeiro, utilizando índices para medir a performance empresarial. Mediante, para esse artigo, ROA e ROE e Q de Tobin serão utilizados como variáveis de análise do desempenho empresarial.

2.4 Estudos correlatos

Já foram realizados para testar a relação do conselho de administração com o desempenho financeiro das empresas. A partir da revisão de literatura, a Tabela 2 apresenta uma relação de estudos correlatos sobre o tema investigado por esse artigo.

Tabela 2. Relação dos estudos correlatos

| Autores | Delimitação | Período | Variáveis Dependentes | Variáveis Independentes | Variáveis de Controle |
|------------------------|--|----------------|---|---|--|
| Silveira et al. (2003) | Companhias abertas no Brasil listadas na BM&FBOVESPA | 1998 a 2000 | Q de Tobin e Valor da Empresa sobre Ativo Total | Separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho; tamanho do conselho e grau de independência do conselho | Setor de Atuação; Índice de liquidez; tamanho da empresa; Estrutura de financiamentos |
| Fraga e Silva (2012) | Empresas sem controle majoritário listadas na BM&FBOVESPA | 2005 a 2009 | Q de Tobin | Índice de diversidade nos anos de escolaridade; Índice de diversidade de áreas de educação formal; Índice de diversidade de sexo; Índice de diversidade de idade; Índice de diversidade na independência | Vetor considerando: ROA; Logaritmo dos ativos totais; número de integrantes do conselho de administração; <i>dummy</i> que assume valor zero se uma mesma pessoa acumula os cargos de presidente da empresa e ações em circulação |
| Paiva et al. (2015) | Empresa listadas na BM&FBOVESPA exceto financeiras, seguradoras e fundos | 2012 e 2013 | ROA; Q de Tobin; Beta; Volatilidade | N/A | Logaritmo natural do valor da firma; logaritmo do ativo total; alavancagem financeira; alavancagem operacional; crescimento de vendas; retorno sobre o patrimônio líquido; endividamento; logaritmo entre a razão do patrimônio líquido por ação e seu preço; o volume de negociações com ação; <i>dummy</i> ao nível de GC que a empresa aderiu |
| Dani et al. (2017) | Empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA | 2010 a 2014 | ROA; ROE; Q de Tobin | Tamanho do conselho de administração; independência do conselho de administração; gênero do conselho de administração; dualidade do diretor; expertise do conselho de administração; e número de reuniões do conselho de administração. | N/A |

Fonte: Elaborado pelos autores.

O objetivo da pesquisa de Silveira et al. (2003) foi verificar a existência de relações estatisticamente significativas entre variáveis de governança e valor das empresas, analisando um universo das companhias brasileiras abertas no Brasil listadas na BM&FBOVESPA, onde, após os filtros, 218 empresas entre os anos de 1998 a 2000 foram analisadas. Esse estudo constatou a variável “diretor executivo como presidente do conselho” (DE) o indicador de governança com os resultados mais importantes do estudo, apresentando um coeficiente negativo e significativo estatisticamente nos níveis de 1%, 15% e 10% contra ambas as variáveis dependentes de valor Q de Tobin (Q) e valor da empresa sobre o ativo total (FIRMVSAT) nos anos de 2000, 1999 e 1998, corporativa e valor das empresas. Já a variável de tamanho do conselho (TOT) apresentou ausência de relação estatística significativa contra a variável Valor da Empresa sobre Ativo Total (FIRMVSAT).

Fraga e Silva (2012) investigaram todas as empresas sem controle majoritário listadas na BM&FBOVESPA, com objetivo de investigar a composição dos conselhos de administração e o desempenho de mercado da empresa e, foi concluído que existe relação entre a diversidade na educação formal da composição do conselho de administração e o desempenho de mercado da empresa, embora nem sempre na mesma direção. Ela é positiva, quando se trata dos anos de escolaridade e é negativa quando a diversidade se refere às áreas da educação formal dos conselheiros.

Já a diversidade na composição dos CAs, entre conselheiros independentes e não independentes, é significativa e tem impacto negativo no resultado da empresa.

A presença de mulheres nos CA é pequena, mas aquelas empresas que tinham pelo menos integrante do sexo feminino no conselho apresentaram um desempenho de mercado significativamente superior ao das que não tinham.

O estudo desenvolvido por Paiva et al. (2015) teve como objetivo principal analisar a relação entre este mecanismo e o valor, o desempenho e o risco de empresas brasileiras listadas na BM&F BOVESPA exceto financeiras, seguradoras e fundos nos anos de 2012 e 2013, por meio de regressão com dados em painel desbalanceado. Os autores criaram um índice de Conselho de Administração a partir de perguntas binárias para ser usado como variável independente.

O resultado da pesquisa encontrou relação estatística positiva entre o índice proposto e a variável Volatilidade, contrariando o que era esperado. A pesquisa apontou também relações relevantes entre as variáveis dependentes e as de controle.

Os resultados de maior relevância foram a relação positiva entre o tamanho da empresa e o seu desempenho, relação positiva entre o crescimento das vendas e o valor da empresa, a relação positiva entre as variáveis de risco beta e volatilidade e o fato de que pertencer aos níveis diferenciados de governança corporativa da bolsa reduz a volatilidade das ações da firma.

Por fim, a pesquisa de Dani et al.(2017) teve objetivo verificar a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2014, a amostra foi composta por 114 empresas, abrangendo uma amostra de 85 empresas, 67 em 2010, 73 em 2011, 71 em 2012, 80 em 2013 e 85 em 2014.

Os resultados apontaram uma relação positiva e significativa entre o tamanho e *expertise* com o desempenho. Já a independência e o gênero apresentaram uma relação negativa e significativa com o desempenho.

Por fim, o número de reuniões do conselho e a dualidade do CEO não apresentaram uma relação significativa.

3 METODOLOGIA

Quanto aos objetivos esta pesquisa é caracterizada como descritiva e quantitativa, de acordo com Manzato e Santos (2012) a pesquisa quantitativa permite mensurar opiniões, reações, sensações, hábitos e atitudes etc. de um universo (público-alvo) através de uma amostra que o represente de forma estatisticamente comprovada.

Sampieri, Collado e Lucio (2013), definem que os estudos descritivos servem para analisar como é e como se manifestam um fenômeno e seus componentes.

O procedimento para a coleta dos dados consistiu uma pesquisa documental, pois se utilizou das Demonstrações Financeiras e do Formulário de Referência disponíveis no site da BM&FBOVESPA e das empresas listadas na amostra, relativas ao ano de 2010 a 2017 como fonte dos dados.

Segundo Marconi e Lakatos (2008), pesquisa documental é a fonte para coleta dos dados restrita com documentos, escritos ou não, constituindo por fontes primárias. Podem ser feitas no momento quando ocorrem ou até mesmo posteriormente, para isso deve-se utilizar três variáveis: fontes escritas ou não, primárias ou secundárias e contemporâneas ou retrospectivas. Consiste em esclarecer a especificidade no campo do conteúdo, com representações de formas distintas.

3.1 População e amostra

A população utilizada nessa pesquisa serão as empresas classificadas como consumo cíclico listadas na B3 no período de 2010 a 2017. Os dados foram coletados a partir de informações públicas disponibilizadas nos sites da B3, CVM e da base de dados da ComDinheiro (2018).

A preferência do setor de consumo cíclico leva em consideração a possibilidade de analisar os níveis de atuação de governança corporativa em um setor com segmentos diferentes que são impactados pelas demandas ao longo do ano que podem impactar o preço das ações e interferir nos resultados das empresas.

Para amostra da pesquisa foram selecionadas apenas as companhias que apresentavam todas as variáveis utilizadas no estudo durante os anos selecionados.

A listagem da B3 apresenta 82 empresas classificadas como empresas de consumo cíclico, porém foram selecionadas apenas 48 empresas que possuíam algum nível de governança para que a amostra procurasse alcançar um nível significativo de respostas.

Das 48 empresas componentes da amostra, nem todas fizeram parte da análise em todos os anos que abrange a pesquisa, por três principais motivos: primeiramente a coleta de dados se iniciou em 2010, assim, algumas não tinham capital aberto; por alguma variável de desempenho não estar na base de dados do ComDinheiro (2018); e pelo fato de alguma das características do conselho de administração não terem sido divulgadas em nenhuma das fontes utilizadas.

3.2 Coleta e metodologia dos dados

Para verificar a relação entre conselhos de administração e desempenho das empresas do setor de consumo cíclico listadas na B3, foi aplicado um modelo multifatorial, como explica Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009) os modelos de dados em painel são utilizados para os casos em que diversas observações são monitoradas não em apenas um único instante de tempo, como dia, mês ou ano (*cross-section*), mas ao longo de vários períodos de tempo.

O modelo de painel em questão trata-se de um modelo desbalanceado em função dados faltantes por observação ao longo do tempo.

A análise foi realizada por meio do *software* estatístico Gretl®.

Inicialmente, foram realizados os testes para avaliar qual o modelo de dados em painel era o mais indicado para a amostra.

O primeiro teste, estimador de efeitos fixos, para determinar se o modelo MQO agrupado (*pooled*) se sobressai a efeitos fixos, resultou que *pooled* não se adequava ao modelo.

O Segundo, o teste Breusch-Pagan foi adotado para determinar entre o modelo *pooled* ou de efeitos aleatórios, ou seja, se havia homogeneidade entre as unidades *cross-section*, chegando-se ao resultado de que o *Pooled* não se adequa a nenhum dos modelos propostos no presente trabalho.

Por fim, o teste de Hausman indicou qual modelo se ajustava melhor, se o de efeitos fixos ou aleatórios, para as três variáveis dependentes ROA, ROE e Q de Tobin, o modelo de efeitos fixos mostrou-se mais adequado.

3.3 Variáveis selecionadas para o estudo

3.3.1 Variáveis dependentes

Para responder à questão problema deste estudo, foram utilizadas três variáveis dependentes para medir o desempenho empresarial.

A primeira foi medida pelo retorno sobre o ativo (ROE) (Dani et al., 2017; e Paiva et al., 2015), a segunda foi medida pela rentabilidade sobre o retorno sobre o patrimônio líquido (ROA) (Dani et al.; Martins, Mazer, Lustosa & Paulo, 2012 e Paiva et al.) e a terceira medida pelo Q de Tobin (Fraga & Silva, 2012; Paiva et al., 2015 e Silveira et al., 2003).

Conforme explicam Silveira et al. (2003), o cálculo do Q de Tobin na prática é difícil. Com exceção do valor de mercado das ações, diretamente observável pela cotação na bolsa de valores, os outros componentes da fórmula, o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos da empresa, não são observáveis diretamente, em geral.

Na ausência da disponibilidade de medidas diretas, foi calculado pelo sistema ComDinheiro (2018) uma aproximação da fórmula. A medição de cada variável foi apresentada na Tabela 3.

Tabela 3. Relação de variáveis de desempenho

| Variáveis Independentes | | |
|-------------------------|--|---------------------|
| Variável | Medição | Fonte de coleta |
| ROA | Lucro líquido/ Patrimônio Líquido | sistema ComDinheiro |
| ROE | Lucro líquido/ Ativo Total | sistema ComDinheiro |
| Q de Tobin | $((AT-PL) + MARKET_VALUE (,99, B,))/AT *$ | sistema ComDinheiro |

Fonte: Elaborado pelos autores.

* AT= Ativo Total; PL =Patrimônio Líquido; *Market Value* medido por: valor do preço das ações com o critério de tolerância de 99 dias uteis, e critério B: se a empresa tiver ações ordinárias e preferenciais, e não tiver liquidez para o preço de uma delas, usa-se o preço da mais líquida.

3.3.2 Variáveis independentes e de controle

Para as variáveis independentes foram utilizadas: O número de integrantes independentes; tamanho do conselho; dualidade do diretor nos conselhos de administração (*dummy* que assume valor zero se uma mesma pessoa acumula os cargos de presidente e 1 se não assume) e nível de governança (*dummy* ao nível de GC, onde 1 para Novo Mercado e 0 para demais).

A variável de controle selecionada foi o tamanho da empresa.

A fundamentação teórica que embasaram a escolha de cada variável foi apresentada na Tabela 4.

Tabela 4. Relação de variáveis independentes e de controle

| Variáveis Dependentes | | | | |
|-----------------------|---|--|----------------|---|
| Variável | Medição | Fonte de coleta | Sinal Esperado | Autores |
| Indep | Razão entre Número total de membros do conselho independentes e total de membros do conselho | Formulário de Referência e sistema ComDinheiro | - /- | Dani et al. (2017); Silveira et al. (2003) |
| Tam_Conselho | Total de membros do conselho | Formulário de Referência e sistema ComDinheiro | + / + | Dani et al.; Silveira et al. |
| Dummy_Diretor | Variável <i>dummy</i> , 0 se o CEO é o presidente do conselho de administração, 1 caso contrário. | Formulário de Referência e sistema ComDinheiro | | Dani et al. |
| Dummy_GC | Variável <i>dummy</i> , 1 para Novo Mercado, 0 para os demais. | B3 | | Paiva et al. (2015) |
| Variáveis de Controle | | | | |
| Tam_Empresa | Medido pelo Logaritmo natural do ativo total da empresa | Sistema ComDinheiro | + | Silveira et al. |

Fonte: Elaborado pelos autores.

A partir da seleção das variáveis, são apresentados abaixo os modelos econométricos para análise da relação com desempenho e entre conselho de administração:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dummy_Diretor_i + \beta_2 Dummy_GC_i + \beta_3 Tam_Conselho_i + \beta_4 Indep_i + \beta_5 L_Tam_Empr_i + \varepsilon_i \text{ (Modelo 1)}$$

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dummy_Diretor_i + \beta_2 Dummy_GC_i + \beta_3 Tam_Conselho_i + \beta_4 Indep_i + \beta_5 L_Tam_Empr_i + \varepsilon_i \text{ (Modelo 2)}$$

$$Q \text{ de Tobin} = \beta_0 + \beta_1 Dummy_Diretor_i + \beta_2 Dummy_GC_i + \beta_3 Tam_Conselho_i + \beta_4 Indep_i + \beta_5 L_Tam_Empr_i + \varepsilon_i \text{ (Modelo 3)}$$

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A tabela 5 apresenta a estimação do modelo. Ressalta-se que os testes de estimador de efeitos fixos, Breusch-Pagan e Hausman indicaram que efeitos fixos eram a melhor estimação para o modelo de painel.

Tabela 5. Resultados da regressão de dados em painel

| Variável | | ROA | ROE | Q de TOBIN |
|--------------------------|-------------|-----------|-----------|------------|
| Constante | Coeficiente | 0,004 | 0,081 | 3,452 |
| | Sig | 0,950 | 0,6212 | 0,000 |
| Independência | Coeficiente | -4,867 | -4,749 | -16,027 |
| | Sig | 0,055 | 0,642 | 0,414 |
| Tamanho do Conselho | Coeficiente | 0,005 | 0,005 | -0,026 |
| | Sig | 0,124 | 0,606 | 0,268 |
| <i>Dummy</i> Diretor | Coeficiente | -0,005 | -0,012 | -0,234 |
| | Sig | 0,771 | 0,862 | 0,075 |
| <i>Dummy</i> Nível de GC | Coeficiente | -0,036 | -0,054 | -0,074 |
| | Sig | 0,017 | 0,330 | 0,524 |
| Tamanho da Empresa | Coeficiente | 0,006 | 0,004 | -0,185 |
| | Sig | 0,436 | 0,828 | 0,002 |
| Média var. dependente | | 0,0400 | 0,0837 | 1,4885 |
| Soma resid. quadrados | | 1,1638 | 49,6074 | 70,3047 |
| R-quadrado | | 0,6015 | 0,0088 | 0,7772 |
| F (5, 320) | | 7,9260 | 0,5687 | 18,3156 |
| Log da verossimilhança | | 455,9644 | -155,6846 | - |
| Critério de Schwarz | | -605,2233 | 346,0907 | 731,7503 |
| D.P. var. dependente | | 0,0948 | 0,3924 | 0,9854 |
| E.P. da regressão | | 0,0653 | 0,3937 | 0,5075 |
| R-quadrado ajustado | | 0,0620 | -0,0067 | 0,0974 |
| P-valor(F) | | 0,0000 | 0,7240 | 0,0000 |
| Critério de Akaike | | -805,9288 | 323,3693 | 531,0448 |
| Critério Hannan-Quinn | | -725,8356 | 332,4364 | 611,1380 |
| Durbin-Watson | | 1,2481 | 1,0324 | 0,9675 |

Fonte: Dados de pesquisa.

Pode-se observar na Tabela 5, o coeficiente de determinação foi extremamente baixo para o desempenho empresarial avaliado pelo ROE, ou seja, as características do conselho de administração avaliadas por esse trabalho não possuem poder explicativo suficiente para afirmar uma relação de causa e efeito com estas variáveis.

Dessa forma, neste estudo só foi possível aceitar os resultados apresentados pelo ROA e Q de Tobin uma vez que o R-Quadrado e o R-Quadrado ajustado foram acima de 0,5, que possui sua relevância positiva para fins de análise.

Analisando os resultados para a variável dependente ROA: O poder explicativo individual de cada característica de conselho de administração testada indica que a variável "independência do conselho de administração" apresentou uma relação negativa e significativa em nível de 1% com o desempenho empresarial, ao contrário do que Mehrotra e Mohanty (2018) abordam por exemplo, que a eficácia do resultado da empresa se dá entre outras características, que o conselho seja independente.

Entretanto, esse resultado corrobora com a pesquisa de Dani et al. (2017) em que a composição do conselho, normalmente, não importa muito para o desempenho da empresa, mas sim para efeitos de desempenho da tarefa no conselho de administração.

Os resultados sugerem que companhias com uma alta concentração de membros independentes no conselho apresentam um baixo desempenho empresarial, provavelmente pelo conflito com os conselheiros internos, o que acarreta tomada de decisões menos eficientes.

Já para “Nível de Governança corporativa” apresentada um coeficiente negativo e significativo a 5% relacionado com o desempenho das empresas analisadas.

Verifica-se que o resultado indica que quanto maior o nível de GC na empresa, pior o resultado da empresa, que pode indicar que se adaptar a um nível maior de governança custa mais caro para a empresa, afetando seus resultados.

Este resultado apresenta um efeito diferente entre o proposto por Paiva Oliveira e Peixoto (2015), pois não encontrou relação significativa com a variável proposta, apenas encontrou contribuições no aspecto de volatilidade, quanto maior a adesão ao nível de governança, maior a volatilidade.

Para as variáveis “Tamanho de Conselho”, “Dualidade de diretor” e “Tamanho da empresa” não foram encontradas relevâncias significativas para essa amostra, contrariando a teoria de Dani et al. (2017) onde há uma relação positiva e significativa entre o tamanho do conselho com o desempenho, mas corroborando com o resultado do mesmo quando trata-se da variável “Dualidade de diretor”.

Analisando por fim os resultados para a variável dependente Q de Tobin: Com base na Tabela 1, afirma-se que existe uma relação negativa significativa entre as variáveis “Dualidade do Diretor” em nível de 1% e “Tamanho da empresa” em nível de 10% e desempenho da empresa.

Este resultado está em linha com os estudos de Silveira et al. (2003) onde as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidentes do conselho obtiveram maior valor de mercado, e corroborando a hipótese de que a adoção das recomendações do IBGC e da CVM para a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho é saudável para as empresas.

A variável de controle “Tamanho da empresa” indica que quanto maior a empresa, pior o resultado quanto às características analisadas do conselho.

Entre as características do conselho de administração das empresas de consumo cíclico da B3, independência, nível de governança e dualidade do diretor possuem uma relação significativa com o desempenho empresarial.

Tabela 6. Estatística descritiva das variáveis de composição Conselhos de Administração 2010 a 2017

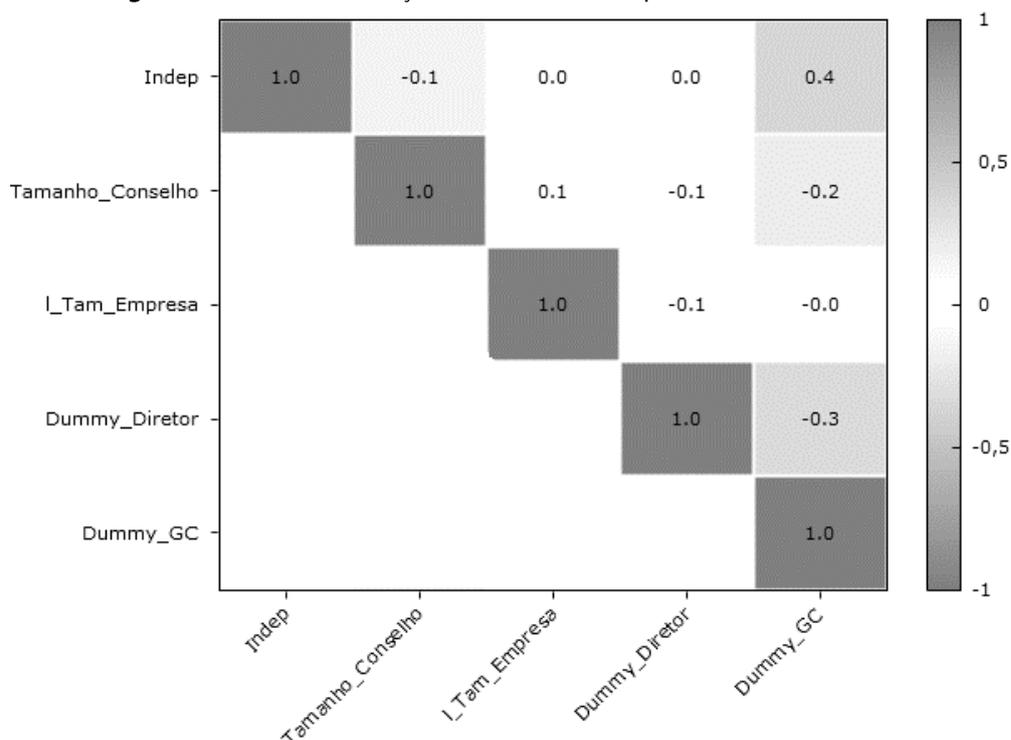
| | Tamanho do conselho | Independência | Nível de Governança | |
|---------------|----------------------------|----------------------|----------------------------|-----|
| média | 7,66 | 2,70 | | |
| mediana | 7 | 2 | Novo Mercado | 68% |
| Desvio-padrão | 2,42 | 1,92 | Demais níveis | 32% |
| mínimo | 3 | 0 | | |
| máximo | 16 | 13 | | |

Fonte: Dados de pesquisa.

Por meio de estatística descritiva Tabela 6, para todo o período, mostra-se que o tamanho médio do Conselho é de 7,66 membros, sendo a maioria deles representantes dos acionistas controladores (65%) e 35% independentes.

Foi observado ao longo da amostra que há uma evolução na aderência ao nível “Novo Mercado”, assim, sendo a maioria das empresas da amostra aderentes ao nível “Novo Mercado”, explicasse a média de conselheiros ser 3 membros, dado o mínimo exigido pela B3 (mínimo 20%).

Figura 1. Matriz de correlação das variáveis independentes



Fonte: Dados de pesquisa.

Complementarmente, calculou-se também a intensidade e o sentido das correlações entre as variáveis, por meio de matriz de coeficiente de Correlação. Importante lembrar que conforme explica Dani et al., 2017 não necessariamente a matriz sugere efeito ou causa entre as variáveis, mas a força entre as variáveis.

A matriz de correlação (figura 1) indica uma correlação média (0,4) entre as variáveis “Independência do Conselho” e “Dummy de Governança” o que indica que à medida que aumenta o nível de governança, há mais integrantes independentes.

Já a correlação “Dummy diretor” com “Dummy governança” apresentou uma correlação negativa (-0,3), indicando que quanto maior a presença de acúmulo de CEO e presidente do conselho, menor o nível de governança, indica a interação de “Tamanho de conselho” com “Dummy governança” (-0,2).

5 CONCLUSÃO

Este trabalho procurou mostrar a importância e a relação de Q de Tobin, ROA, ROE, Governança Corporativa e Conselho de Administração, esperava-se que os resultados encontrados indicassem relação positiva no desempenho das 48 empresas selecionadas que possuíam algum nível de governança para que a amostra procurasse alcançar um nível significativo de respostas dentre 82 empresas classificadas como empresas de consumo cíclico listadas na B3.

Dentre as variáveis independentes analisadas, a que demonstrou resultados mais significantes foi ROA.

Assim, a variável “independência do conselho de administração” apresentou uma relação negativa e significativa corroborando com a pesquisa de Dani et al. (2017) em que a composição do conselho, normalmente, não importa muito para o desempenho da empresa, mas sim para efeitos de desempenho da tarefa no conselho de administração.

Já para “Nível de Governança corporativa” apresentou um coeficiente negativo, o resultado indicou que quanto maior o nível de GC na empresa, pior o resultado da empresa, que pode indicar que se adaptar a um nível maior de governança custa mais caro para a empresa, afetando seus resultados, ao contrário do

proposto por Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), que não encontraram relação significativa com a variável proposta.

Para as variáveis “Tamanho de Conselho”, “Dualidade de diretor” e “Tamanho da empresa” não foram encontradas relevâncias significativas para essa amostra, contrariando a teoria de Dani et al. (2017) onde os autores encontraram relação positiva e significativa entre o tamanho do conselho com o desempenho, mas corroborando com o resultado do mesmo quando tratando-se da variável “Dualidade de diretor”.

Entretanto, quando analisada para variável dependente Q de Tobin, encontrou-se relação negativa significativa para “Dualidade do Diretor”. Compartilhando do resultado dos autores Silveira et al. (2003) onde as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidentes do conselho obtiveram maior valor de mercado, e corroborando a hipótese de que a adoção das recomendações do IBGC e da CVM para a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho é saudável para as empresas.

O principal objetivo deste estudo, foi avaliar a relação entre Conselhos de Administração e desempenho das empresas do setor de consumo cíclico, listadas na B3, entre os anos de 2010 e 2017.

E a questão de pesquisa a ser respondida foi: Qual o impacto do conselho de administração no desempenho das empresas do setor de consumo cíclico, listadas na B3?

Verificou-se que embora as melhores práticas de governança impliquem em maior reconhecimento no mercado, nessa amostra, observou-se que o desempenho empresarial foi impactado negativamente quando confrontado com as variáveis de conselho de administração escolhidas.

Apesar de suas contribuições no que tange a investigação da relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial, possui limitações.

Destaca-se como limitação a utilização apenas de um setor específico listado na B3, que impossibilita a generalização para todas as empresas de capital aberto.

Outra limitação é a escolha do período e variáveis selecionadas, visto que há inúmeras outras variáveis que não foram abordadas neste estudo e que podem ter impactado os resultados.

Como sugestões para futuras pesquisas, recomenda-se explorar o impacto da implementação de governança ou elevação de nível de governança dentro das empresas desse setor, pois nesse trabalho foi percebido que o ano de implementação não tem impacto positivo nos resultados.

Supõe-se que isso se dá pelo fato do alto custo de implementação da governança, ao primeiro tempo, impacta negativamente o resultado, mas isso deve ser maior explorado para percepções mais conclusivas.

REFERÊNCIAS

- Almeida, J. C. G., Scalzer, R. S. & Costa, F. M. (2008). Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico em Companhias Abertas Listadas na Bovespa. *RCO- Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(2), 118-131.
- Amaral, H. F., & Correia, L. F. (2009). A eficiência do Conselho de Administração como mecanismo de controle dos custos da agência. *Anais do Congresso Brasileiro de Custos*, Fortaleza, CE, Brasil, 16.
- Assaf, A., Neto. (2014) *Finanças corporativas e valor* (7a ed.) São Paulo: Atlas.
- BM&FBovespa. (2018a) Empresas Listadas. Recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm
- BM&FBovespa. (2018b) Segmentos de Listagem. Recuperado de http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm.
- Brandão, I. F., Vasconcelos, A. C., Luca, M. M. M., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do Conselho de Administração e Sensibilidade da Remuneração Executiva ao Desempenho de Mercado. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 30(79), 28-41.
- Candeloro, A. P. P. (2014). Governança Corporativa e geração de valor: DNA adormecido, criação de marketing ou um feliz encontro. In A. P. P. Candeloro & M. M. Benevides. (Coords.), *Governança Corporativa em Foco: Inovações e tendências para sustentabilidade das organizações* (pp. 21-46). São Paulo: Saint Paul.
- Comissão de Valores Mobiliários (2002). Cartilha de Governança Corporativa. Rio de Janeiro: Recuperado de <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>

- ComDinheiro (2018). Recuperado de <https://www.comdinheiro.com.br/>
- Dani, A. C., Santos, C. A. D., Kaveski, I. D. S., Cunha, P. R., & Leite, A. P. P. (2017). Características do Conselho de Administração e o Desempenho Empresarial das empresas listadas no Novo Mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 29-47.
- Famá, R., & Barros, L. A. B. C. (2000). Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 7(4), 27-43.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L.; & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão*. São Paulo: Campus.
- Fraga, J. B., & Silva, V. A. B. (2012). Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. *Brazilian Business Review*, 9(Especial), 58-80.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2018). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. (5a ed.) São Paulo: IBGC. Recuperado de <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>
- Lameira, V. J. (2007). *Governança Corporativa, Risco e Desempenho das Companhias Abertas Brasileiras – Uma análise do Relacionamento entre as Práticas de Governança Corporativa, o Risco e o Desempenho das Companhias Abertas Brasileiras* (Dissertação de Mestrado), Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre as sociedades por ações*. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm
- Mahrous, S. A. (2014). *The effect of board characteristics on the financial performance of firms: An empirical study on the most active firms in the egyptian stock exchange*, Master of Science. In Investment, Investment & Finance Institute.
- Manzato, J. A., & Santos, A. B. (2012). *A elaboração de questionários na pesquisa quantitativa*. Recuperado de http://www.inf.ufsc.br/~vera.carmo/Ensino_2012_1/ELABORACAO_QUESTIONARIOS_PESQUISA_QUANTITATIVA.pdf.
- Marconi, M. A., & Lakatos, E. M. (2009). *Fundamentos de Metodologia Científica*. (6a ed.). São Paulo: Atlas.
- Martins, M. A. (2006). Avaliação de Desempenho Empresarial como ferramenta para agregar valor ao negócio. *ConTexto*, 6(10), 1-27.
- Martins, O., Mazer, L., Lustosa, P., & Paulo, E. (2012). Características e competências dos Conselhos de Administração de Bancos brasileiros e sua relação com seu desempenho financeiro. *Revista Universo Contábil*, 8(3), 40-61. doi: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20128>
- Mehrotra, S., & Mohanty, B. (2018). The Effect of Corporate Governance Structure on the Performance of Companies Listed in India. *IUP Journal of Corporate Governance*, 17(1), 7-23.
- Mellone, G., Jr., & Saito, R. (2004). Monitoramento interno e desempenho da empresa: determinantes de substituição de executivos em empresas de capital aberto no Brasil. *R. Adm.*, 39(4), 385-397.
- Mônaco, D. C. (2000). *Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por ações no Brasil* (Dissertação de Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, SP, Brasil.
- Moreira, M. (2017). *Fusão entre BM&FBOVESPA e CETIP cria a B3, 5ª maior bolsa de valores do mundo*. Recuperado de <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2017-03/fusao-entre-bmfbovespa-e-cetip-cria-b3-5a-maior-bolsa-de-valores-do-mundo>
- Paiva, J. F. M., Oliveira, N. A., & Peixoto, F. M. (2015). A Relação entre Conselho de Administração, Desempenho, Valor e Risco no Mercado Brasileiro de Ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 9(1), 25-44.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2008). *Administração Financeira*, (8a ed.) São Paulo: Atlas.
- Sampieri, R. H, Collado, C. F., & Lucio, M. P. B. (2013). *Metodologia de Pesquisa*. (5a ed.) Porto Alegre: McGraw-Hill.
- Santos, A., & Aragaki, C. (2015). A Importância do Conselho de Administração em Empresas Familiares de Capital Fechado. *Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)*, 2(1), 65-85. Recuperado de <https://revistas.pucsp.br/redeca/article/view/27900>
- Santos, L. M. S., Araújo, R. A. M., Medeiros, D. N., & Lucena, W. G. L. (2019). Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: Impacto no Valor de Mercado e Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas. *Revista Capital Científico - Eletrônica*, 17(2), 70-85.
- Santos, G. Z. (2002). *Independência do Conselho de Administração e sua relação com o desempenho da empresa* (Dissertação de Mestrado), Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

- Silveira, A. D. M. (2002). *Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* (Dissertação de Mestrado), Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. (Tese de Doutorado em Administração), Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de Governança Corporativa e o valor das companhias abertas brasileiras. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v.43, n.3, p.50-64.
- Veloso, C. R. de S., Santos, T. R. dos, Pimenta, D. P., Cunha, M. F. da, & Cruz, A. F. da. (2019). Much Sweat, Much Pay - Less Sweat, Less Pay? Evidências de “Coleguismo” na Determinação da Remuneração dos Executivos Brasileiros. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 22 (2), 171-187.
http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n2a2
- Zolini, B. (2008). *Governança Corporativa: Estrutura de Propriedade e o Valor da Empresa* (Dissertação de Mestrado em Finanças e Economia Internacional), Fundação Getúlio Vargas (FGV), Rio de Janeiro, RJ, Brasil.