

**INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DE MINAS
GERAIS – IFMG
CAMPUS FORMIGA
CURSO SUPERIOR DE TECNOLOGIA EM GESTÃO FINANCEIRA**

LARA MARIA SILVA

**O IMPACTO DO TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO
DESEMPENHO DAS EMPRESAS LISTADAS NO ÍNDICE IBRX**

FORMIGA – MG

2016

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DE MINAS

GERAIS – IFMG

CAMPUS FORMIGA

CURSO SUPERIOR TECNÓLOGO EM GESTÃO FINANCEIRA

LARA MARIA SILVA

O IMPACTO DO TAMANHO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO
DESEMPENHO DAS EMPRESAS LISTADAS NO ÍNDICE IBRX

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Curso Superior de Tecnologia em Gestão Financeira do IFMG – campus Formiga, como requisito parcial para obtenção do título de tecnólogo em Gestão Financeira.

Orientador: Gustavo Henrique Lima.

FORMIGA - MG

2016

RESUMO

A teoria de agência busca explicar a relação e os conflitos de interesses entre um lado investidor, que aplica seu capital em ações de uma empresa com expectativa de valorização e retorno financeiro; e outro lado agente, pessoa ou grupo de pessoas responsáveis pela administração do capital investido, choque este denominado conflito de agência. A Governança Corporativa é caracterizada por um mecanismo que visa ao equilíbrio entre os interesses e, por conseguinte, uma solução ao conflito de agência, utilizando-se, para tanto, da nomeação de um conselho de administração, órgão designado ou eleito, com objetivo de fiscalização e supervisão. O tamanho do conselho de administração pode variar, e estudos verificam se seu tamanho tem influência no desempenho da empresa. Diante de resultados divergentes entre si, na literatura, o presente estudo vem tentar constatar se o tamanho do conselho de administração impacta no desempenho das empresas, e toma por objeto de estudo as empresas listadas na BM&F Bovespa enquadradas no IBrX 100. O estudo passa pela abordagem bibliográfica dos temas Governança Corporativa, teoria de agência e conselho de administração, e recorre, ainda, à evidências empíricas, a partir da consulta a autores que já tentaram alcançar a mesma resposta, então lançada. Trata-se de uma pesquisa descritiva, quantitativa e documental, sendo que foi utilizado o modelo de regressão linear múltipla do tipo seção transversal, através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), com testes quanto à ausência de multicolinearidade, heterocidasticidade e variáveis omitidas para validação. Os resultados mostraram que não podemos inferir que o tamanho do conselho de administração impacta no desempenho das empresas analisadas.

Palavras-chave: Governança corporativa. Conflito de agência. Conselho de administração.

1 INTRODUÇÃO

A decisão, por parte de um investidor, de aplicar seu capital em ações de uma empresa, se dá com objetivo da valorização de tais ativos e consequente retorno financeiro (DAMODARAN, 1997). Para tanto, é designado um agente, pessoa ou grupo de pessoas, como responsáveis pela administração do capital investido (MARQUES; CONDE, 2000).

A teoria de agência busca explicar a relação e os conflitos de interesses entre investidores e administradores. Relação essa que acontece quando o investidor tem interesse na valorização direta do ativo no qual investiu, e presume que o agente administre no sentido de prover tal valorização. Porém, esse agente, tendo seus próprios interesses e focado na maximização dos resultados do seu próprio ponto de vista, pode tomar decisões e atitudes divergentes dos interesses do investidor. Nessa relação, é comum que aconteçam conflitos, haja vista que os interesses do investidor e do agente são distintos (MARQUES; CONDE, 2000). A este choque de interesses denomina-se conflito de agência.

As ações, decisões e o próprio tempo são variáveis do conflito de agência. A valorização dos ativos acontece, em geral, com resultados em longo prazo, ao passo que os retornos diretos do agente tendem a ser diretamente ligados aos resultados imediatos. Tendo em vista também este ponto, até mesmo políticas de bonificação de agentes podem não ser, de todo, eficazes. O conflito permanece presente na questão do tempo (MARQUES; CONDE, 2000).

Neste contexto, adotam-se sistemas voltados ao controle e monitoramento dos gestores, estabelecidos pelos investidores, no sentido de certificar as ações em prol dos seus interesses. A este conceito, dá-se o nome de Governança Corporativa (SIFFERT FILHO, 1998).

Trata-se de um mecanismo que visa ao equilíbrio entre os interesses de gestores e investidores, portanto, uma tentativa de solução para a questão do conflito de agência, ou seja, uma forma de direcionar as ações dos gestores para o ganho de valor dos ativos (SILVEIRA, 2002).

Como medida para que o intuito se concretize no que diz respeito à Governança Corporativa, ou seja, buscando-se o alinhamento entre os interesses do investidor e as ações do agente, é nomeado um conselho de administração, órgão designado ou eleito, com objetivo de fiscalização e supervisão. É composto, em geral, por pelo menos três membros e, sem interferir em assuntos operacionais, solicita e recebe informações da diretoria sobre as decisões e ações para que avalie o propósito e a coerência para com os objetivos dos investidores (IBGC, 2016).

De acordo com Nascimento; *et al.* (2014), o conselho de administração atua como um mecanismo de defesa do interesse dos proprietários e deve desenvolver instrumentos para mitigar os conflitos de interesse e assegurar que as decisões de gerenciamento levem em conta os desejos dos acionistas.

A existência de um conselho de administração minimiza as consequências da detenção de informações por parte dos gestores, e tende a equilibrar os resultados, de forma a atender às expectativas dos investidores (BRIGHAM; *et al.*, 2001). Sua competência é prevista na Lei nº 6.404, de 1976, passando por fiscalização, orientação, prevenção e tomada de decisão com base nas informações recebidas e obtidas.

O Conselho pode variar em tamanho, número de membros, e grau de independência. Empregados anteriores, funcionários de entidades que ofereçam serviços ou produtos à empresa, cônjuges ou parentes de gerente ou diretor, e controladores diretos ou indiretos da empresa presentes no Conselho implicam na não independência do mesmo (IBGC, 2016), e pesquisas abordam sobre até que ponto o tamanho deste Conselho está ligado ao desempenho da empresa.

Andrade *et al.* (2009) realizou testes no sentido de verificar a relação da composição do conselho com o desempenho e com o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto; Silveira; *et al.* (2002) estudaram a estrutura de governança de empresas abertas brasileiras de 1998 a 2000; Paiva, *et al.* (2015) buscaram reconhecer as relações entre características do conselho com o valor, o desempenho e o risco de empresas brasileiras de capital aberto. Todos esses autores encontraram resultados nos quais o aumento do tamanho do conselho impacta positivamente no desempenho da empresa.

Em contrapartida, outros autores constataam relação contrária. Takamatsu e Lamounier (2007) investigaram a relação entre tamanho do conselho e valor das companhias abertas brasileiras; Pinto, *et al.* (2016) assumiram um universo mais específico, focando sua pesquisa pautada nas maiores empresas de Petróleo e Gás da NASDAQ, tentando identificar o perfil de seus conselhos de administração; Moreira, *et al.* (2014) pesquisaram a relação entre independência do conselho e a estrutura de capital de empresas de capital aberto, e incluíram, no conjunto de variáveis, o tamanho do conselho. Todos eles chegaram a resultados que comprovam o aumento do tamanho do conselho impacta negativamente no desempenho da empresa.

Diante de resultados divergentes entre si na literatura, estudos bibliográficos tendem a ser inconclusivos para essa relação, e novos testes podem ser enriquecedores. Para tanto, compõe-se um universo de empresas a ser adotado para a presente abordagem, escolhendo,

assim, as empresas listadas no Índice IBrX, da BM&F Bovespa.

A partir deste contexto, este trabalho tem o intuito de responder ao seguinte problema: **o tamanho do Conselho de Administração impacta no desempenho das empresas listadas no Índice IBrX?**

Como já visto, diferentes autores obtiveram resultados distintos sobre o problema. Assim, partindo deste princípio, o presente estudo objetiva contribuir para a discussão do tema, colocando em paralelo o posicionamento de ambos os lados, embasados bibliograficamente, e verificando, a partir de testes econométricos junto a empresas de capital aberto listadas no IBRX 100, da BM&F Bovespa, a natureza da relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho das empresas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança Corporativa

A evolução constante das sociedades capitalistas trouxe uma nova relação entre as empresas e a sociedade como um todo e essa evolução culminou na segregação entre os proprietários das companhias e seus administradores (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

A segregação da propriedade e controle entre acionistas e gestores, por meio da oferta pública de ações, fez com que surgisse a necessidade da criação de mecanismos que equilibrassem os interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de fazer com que os gestores procurassem sempre agir no melhor interesse de todos os acionistas, sendo assim entendido como a maximização da riqueza a partir do que foi investido (SILVEIRA, 2002).

Então foi nesse contexto de separação de propriedade e controle entre acionistas e gestores, por meio de oferta pública, que foi inserida a governança corporativa. De acordo com Siffert Filho (1998) as questões de governança corporativa foram ganhando maior relevância a partir do surgimento das modernas corporações, nas quais há separação entre controle e gestão.

Quanto ao conceito de governança corporativa, Siffert Filho (1998, p. 2) diz que:

Governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários.

Shleifer e Vishny (1997) *apud* Malacrida e Yamamoto (2006) apontam que a governança corporativa é adotada pelos fornecedores de recursos como mecanismo para garantia de retorno de seu investimento, e Silveira (2002) entendem como objetivo da governança corporativa a harmonização da relação entre os gestores e acionistas.

No Brasil as práticas desse sistema mostraram-se mais dinâmicas a partir das privatizações e da abertura do mercado nacional nos anos 90. Em 1995, com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), houve a criação do primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que tem como objetivo central incentivar a adoção de práticas transparentes, responsáveis e imparciais na administração das organizações (IBGC, 2016).

De acordo com esse código IBGC (2016) os princípios básicos de uma Governança são:

a) **Transparência:** Informar e disponibilizar para as partes interessadas, as informações que sejam de seus interesses, resultando um clima de confiança da empresa, tanto internamente, quanto em suas relações com terceiros;

b) **Equidade:** Caracterizada pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas;

c) **Prestação de Contas:** Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e

d) **Responsabilidade Corporativa:** Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, tendo em vista sua longevidade, incorporando as considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Ainda neste contexto, outra principal iniciativa de estímulo e aperfeiçoamento do modelo de governança corporativa das empresas, pode-se destacar a criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa: níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado, que foram criados pela Bolsa de Valores de São Paulo com a finalidade de incentivar, preparar e destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa. Sendo que, as companhias que são aderidas ao Novo Mercado contém maior destaque devido aos seus esforços na melhoria da sua relação com investidores, elevando o seu potencial de valorização dos seus ativos (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

Em síntese, vale destacar que a evidenciação e a transparência são dois dos principais pilares da governança corporativa. E, tanto a adesão das companhias aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) quanto a adesão das companhias aos princípios e práticas preconizadas pelo Instituto Brasileiro de Governança

Corporativa, são de caráter voluntário, sendo assegurado um contrato entre as partes.

2.2 Teoria de agência

A teoria de agência busca explicar a relação e os conflitos entre dois indivíduos ou um conjunto de indivíduos, como por exemplo, um investidor, que decide aplicar seu dinheiro em um ativo tendo foco o retorno financeiro futuro, e um agente, que administra o dinheiro investido (MARQUES; CONDE, 2000). Ao investir, um risco de aplicação é inerente, uma vez que, caso não haja êxito na valorização do ativo no qual se investiu, o reflexo no capital do investidor é direto (DAMODARAN, 1997).

Como forma de diminuir seus riscos, o investidor pode se decidir por realizar aplicações distribuídas entre diversos ativos. Este caminho apresenta segurança no sentido de compensação de algumas perdas em aplicação pelo ganho com outras, além de qualquer resultado negativo refletir somente em parte do total investido (BRIGHAM, *et al*; 2001).

Se de um lado existe a insegurança em se investir em um único ativo, do outro, o investimento em um conjunto deles pode se tornar caro, dado o montante somado, a experiência necessária para fazer as devidas escolhas sobre em qual ativo investir, e tempo para realizar tal atividade. Uma alternativa são os fundos de investimento, nos quais o investimento é realizado coletivamente por um grupo de participantes, permitindo a participação com valores mais baixos e corroborando para com a participação de investidores pequenos. Neste sistema, profissionais especializados atuam no sentido de gerir os fundos do grupo da melhor maneira (BRIGHAM; *et al*, 2001).

Iniciativas assim podem ser consideradas como terceirização da administração do capital. Um investidor entrega um valor para que seja administrado por terceiros, esperando que estes administradores apresentem o melhor retorno para o investimento. Nasce, assim, a relação entre investidor e administrador, ou, relação de agência (BODIE; MERTON, 2002).

Trata-se de uma relação na qual o investidor, também chamado de principal, que pode ser um acionista ou grupo de acionistas, um controlador ou grupo de controladores, ou até mesmo a sociedade, concorda em delegar poderes a um administrador, também denominado agente, e este trabalha no sentido de gerenciar os recursos investidos, dando a ele autoridade para tomada de decisão em nome do principal, ou investidor (IBGC, 2016).

Novamente enfocando a posição inicial do investidor, este corre certo risco com sua aplicação na intenção de que haja um retorno sobre o investimento. Tal retorno é previsto, geralmente, em longo prazo, pela valorização dos ativos nos quais se investiu. No entanto, é

comum que os interesses dos agentes sejam divergentes dos interesses dos investidores. Ainda que contratados para administrar o investimento segundo o que esperam os principais, no momento em que se encontram em posição de tomada de decisão e tendo seus próprios interesses em paralelo aos deles, os agentes podem tomar atitudes que não reflitam aquilo que era esperado, focando seus interesses pessoais em primeiro lugar. A este choque de interesses nomeia-se conflito de agência (MARQUES; CONDE, 2000), e é ele o objeto de estudo e entendimento da teoria de agência.

Parte do princípio em que os agentes são remunerados para administrar o valor investido e gerar retorno financeiro a partir dele. No entanto, este é o objetivo dos investidores, e como os agentes são contratados, eles ficam na dúvida sobre qual atitude que toma é a ideal (MARQUES; CONDE, 2000).

Um mecanismo utilizado para tentar minimizar os efeitos do conflito de agência é a bonificação dos agentes com valores atrelados aos lucros da empresa. Espera-se, com tal prerrogativa, que os agentes atuem focados na valorização do ativo, que é interesse principal do investidor, reconhecer seu próprio vencimento alterando positivamente ou negativamente diretamente ligado a ela (BRIGHAM; *et al*, 2001).

É um pensamento coerente, mas que, ainda assim, não abraça todas as variações que podem ser vislumbradas pelo conflito. Embora, com a adoção da estratégia, os ganhos dos investidores e dos agentes passem a estar atrelados, isto ocorre somente no que diz respeito aos fins. Quando se pensa nos meios, o conflito permanece.

De um lado, os investidores vislumbram resultados financeiros em longo prazo, a partir da valorização dos ativos nos quais aplicaram seu capital. Do outro, os agentes, que vislumbram resultados financeiros em curto prazo, uma vez que dinheiro rápido para a empresa reflete em dinheiro rápido para si, dada a correlação entre os ganhos de um e de outro (MARQUES; CONDE, 2000).

O posicionamento de Brigham, *et al* (2001) e Marques e Conde (2000) leva à constatação de que o problema relacionado ao conflito de agência pode, portanto, estar ligado à forma com que os agentes, ou administradores, se comportam em sua posição, e, também, pode ter origem temporal. Na primeira, o agente toma decisões e atitudes que não vão de encontro aos interesses dos investidores, ou acionistas, e, na segunda, o fazem, porém em tempo divergente. Um caminho para minimizar os efeitos ainda restante do conflito é a adoção de um conselho de administração.

2.3 Conselho de administração

O conselho de administração é um órgão caracterizado por um corpo eleito ou designado, composto, em geral, por no mínimo três membros, que carrega a função de supervisão. Ele fixa as diretrizes e orientações gerais para os negócios da companhia, e, a ele, a diretoria tem o dever de prestar informações sempre que solicitado (BRANDÃO, 2010). Não interfere em assuntos operacionais, mas tem liberdade de solicitar essas informações sempre que necessário ao cumprimento de suas funções (IBGC, 2016).

Assume-se que o conselho de administração controla as atividades de gestão da empresa, trabalhando como um intermediário entre investidor e agente, no intuito de aproximar as atividades do agente aos interesses do investidor. Sua competência é prevista na Lei nº 6.404, de 1976:

Art. 142. Compete ao conselho de administração: I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia; II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; IV - convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132¹; V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria; VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; IX - escolher e destituir os auditores independentes se houver (BRASIL, 1976).

O Art. 142 da Lei nº 6.404, de 1976, evidencia a fiscalização como competência do conselho de administração, assim como sua manifestação sobre relatório da administração, contas da diretoria, atos e contratos. Isso se dá por decorrência da possibilidade de detenção de informação por parte da administração no sentido de obtenção de benefícios próprios, um dos principais problemas relacionados ao conflito de agência (BRIGHAM; *et al*, 2001), e pela prevenção de conflitos a partir da inserção de normas e regras disciplinadoras da ação da administração e do conselho de administração em documentos como o Código de Conduta e o Regimento Interno (BRANDÃO, 2010).

¹ Art. 132. Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembleia-geral para:

I - tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras;
 II - deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos;
 III - eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso;
 IV - aprovar a correção da expressão monetária do capital social (BRASIL, 1976).

De acordo com o IBGC (2016, p. 31), existem três responsabilidades importantes do conselho de administração:

a) Gerenciamento de riscos corporativos: o conselho de administração tem a função de garantir a identificação prévia, por parte da diretoria, dos principais riscos da organização, sua probabilidade de ocorrência, os reflexos financeiros e as medidas de prevenção e mitigação. É interessante perceber que a antecipação de tais riscos é responsabilidade da diretoria, e o conselho de administração tem, em sua função, buscar que tal responsabilidade seja cumprida. Utiliza-se, para tanto, processos e sistemas de informação adequados e que permitam eficácia em tal atividade;

b) Sustentabilidade: é função do conselho de administração incorporar para si e garantir que a diretoria incorpore igualmente temas da sustentabilidade às escolhas estratégicas, considerações de ordem social e ambiental. Tais pontos devem estar refletidos nos relatórios periódicos e

c) Política de porta-vozes: com objetivo de minimizar ou eliminar o risco de contradições quando de declarações advindas das diversas áreas da organização, o conselho de administração tem como função a aprovação de uma política de porta-vozes.

No campo dos processos decisórios da alta gestão da organização, Fama e Jensen (1983) descrevem quatro etapas cujas responsabilidades são divididas entre o conselho de administração e a diretoria executiva, em um ciclo que alterna a atuação de um e de outro.

O primeiro momento é caracterizado pela iniciação, ou, geração de propostas, uma decisão de gestão e, portanto, de responsabilidade da diretoria executiva. O segundo momento, de ratificação, é uma decisão de controle, na qual o conselho de administração escolhe, entre as propostas anteriormente apresentadas, e toma a decisão a ser implementada. Esta implementação caracteriza o terceiro momento, no qual a execução das decisões é realizada, novamente pela diretoria executiva, e, por fim, o quarto momento, de monitoramento, que é quando o conselho de administração faz a mensuração do desempenho e estabelecimento da recompensa. Neste ponto, o ciclo se fecha e, mais uma vez, assume-se o momento de iniciação, para novas propostas que passarão pelos mesmos estágios relacionados (FAMA; JENSEN, 1983).

A Figura 1 representa graficamente os quatro momentos relacionados por Fama e Jensen (1983) (FIG.1):

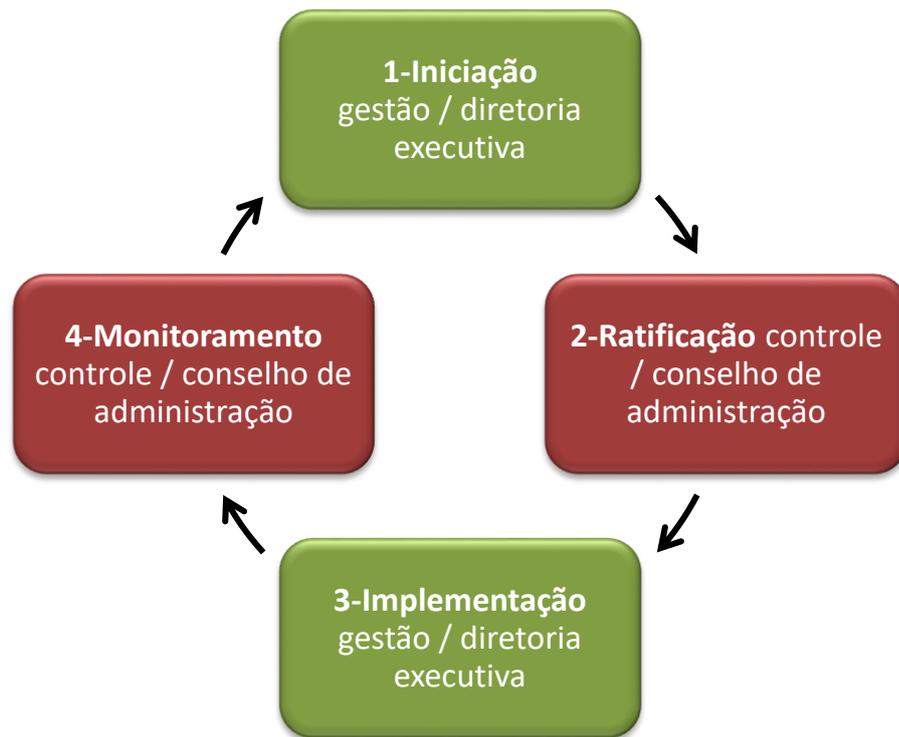


Figura 1: Momentos e separação de responsabilidade entre gestão e controle
Fonte: criado a partir de Fama e Jensen (1983)

O conselho de administração fica caracterizado como um órgão que trabalha no sentido de alinhar as ações dos agentes aos interesses dos investidores, sendo revestida, portanto, de grande importância na eliminação dos riscos advindos do conflito de agência. Tal importância se dá em empresas de todos os seguimentos e naturezas, tendo, o conselho, posição de valor, tanto em empresas familiares como não familiares (FAMA; JENSEN, 1983).

2.4 Evidências Empíricas

Experiências anteriores podem ser valiosas no sentido de se perceber o que já existe de descoberto ou experimentado dentro do alcance de determinado tema. Sendo assim, buscou-se autores que já verificaram a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho de empresas. Foram encontrados resultados tanto positivos quanto negativos.

O estudo de Andrade *et al* (2009) analisou a relação da composição do conselho com o desempenho e com o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto. Para tal, foram utilizadas regressões múltiplas hierárquicas, que, além de identificarem a relação das principais variáveis independentes selecionadas, também permitiram considerar efeitos

advindos de outras características que também interferem tanto no valor de mercado quanto no desempenho das empresas. Obteve-se um resultado no qual a quantidade total de conselheiros se mostrou relacionada positivamente tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho, e teve como destaque a composição do conselho, que tem exercido influência positiva, sobretudo no valor de mercado do que no desempenho da companhia.

Silveira, *et al* (2002) avaliaram se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras de 1998 a 2000 e se as companhias adequadas às recomendações do Instituto Brasileiro de Governança corporativa (IBGC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho. Na avaliação, utilizou-se também regressão múltipla, com três variáveis, que foram: a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho, independência do conselho de administração e tamanho do conselho de administração. A variável diretor executivo como presidente do conselho foi a que apresentou os resultados mais importantes. Com ela, foi demonstrado que as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado.

A variável independência do conselho não apresentou relação significativa contra as variáveis de valor e desempenho, e a variável tamanho do conselho apresentou uma relação não linear, apontando que as empresas que contém um número intermediário de conselheiros alcançam um desempenho melhor.

Mais recentemente, Paiva, *et al* (2015) ressaltaram a relevância de pesquisas empíricas no sentido de reconhecer as relações entre características do conselho com o valor, o desempenho e o risco de empresas brasileiras de capital aberto, e analisaram tal relação para empresas brasileiras nos anos de 2012 e 2013, utilizando-se de regressão. As variáveis foram obtidas a partir de perguntas binárias, ou seja, respondidas com sim ou não, e aplicadas em modelos econométricos. Os autores concluíram, pela relação positiva entre o tamanho da empresa, assim como de seu conselho, e o seu desempenho, entre o crescimento das vendas e o valor da empresa, e entre as variáveis de risco beta e volatilidade.

No caminho das associações negativas entre as variáveis, Takamatsu e Lamounier (2007) investigaram a existência de uma relação estatisticamente significativa entre o tamanho do conselho e o valor das companhias abertas brasileiras. Utilizaram, para tanto, a estimativa de regressões pelo Método de Mínimos Quadrados Ordinários, e concluíram que à medida em que o tamanho do conselho ultrapassa determinado patamar, acontece interferência negativa em seu desempenho e no valor atribuído às empresas no mercado, concluindo por relação negativa entre tamanho do conselho e desempenho da empresa.

Pinto, *et al* (2016), por sua vez, buscaram identificar o perfil dos conselhos de administração das maiores empresas de Petróleo e Gás da NASDAQ e a variação das suas ações. Por método, utilizaram análise qualitativa dos conselhos, seguida pela correlação destes com a variação das ações. Incluíram na pesquisa as variáveis: tamanho do conselho, experiências anteriores e gênero. Encontraram resultados nos quais conselhos com menor número de membros apresentam melhor desempenho, concluindo, também, por relação negativa entre tamanho do conselho e desempenho da empresa.

Moreira *et al* (2014) incluíram em sua pesquisa, que teve foco principal a relação entre independência do conselho de administração e a estrutura de capital de empresas de capital aberto, variáveis que relacionam o tamanho do conselho com o desempenho da empresa. Utilizaram abordagem dos Efeitos Fixos (EF) e dos Efeitos Aleatórios (EA), com horizonte temporal entre 2007 e 2011. Concluíram que conselhos muito pequenos tendem a apresentar pouca variação de opiniões. Porém, conselhos com quantidade superior a 11 membros tendem a ter múltiplas opiniões, o que tende a principiar conflitos em momentos de decisões e votações, prejudicando o andamento dos processos decisórios e aumentando, tanto em pessoal como por decorrência de tempo gasto, o custo da empresa.

Os resultados encontrados pelos autores ficou, portanto, configurado conforme apresentado no Quadro 1:

Autores	Resultados / Conclusão	Influência
Andrade, <i>et al</i> (2009)	A quantidade total de conselheiros se mostrou relacionada positivamente tanto com o valor de mercado quanto com o desempenho, e teve como destaque a composição do conselho, que tem exercido influência positiva, sobretudo no valor de mercado do que no desempenho da companhia	Positiva
Silveira, <i>et al</i> (2002)	A variável tamanho do conselho apresentou uma relação não linear, apontando que as empresas que contém um número intermediário de conselheiros alcançam um desempenho melhor	Positiva
Paiva, <i>et al</i> (2015)	Os autores concluíram pela relação positiva entre o tamanho da empresa, assim como de seu conselho, e o seu desempenho, entre o crescimento das vendas e o valor da empresa, e entre as variáveis de risco beta e volatilidade	Positiva
Takamatsu e Lamounier (2007)	À medida que o tamanho do conselho ultrapassa determinado patamar, acontece interferência negativa em seu desempenho e no valor atribuído às empresas no mercado, concluindo por relação	Negativa

	negativa entre tamanho do conselho e desempenho da empresa	
Pinto, <i>et al</i> (2016)	Conselhos com menor número de membros apresentam melhor desempenho, concluindo, também, por relação negativa entre tamanho do conselho e desempenho da empresa	Negativa
Moreira <i>et al</i> (2014)	Conselhos muito pequenos tendem a apresentar pouca variação de opiniões. Porém, conselhos com quantidade superior a 11 membros tendem a ter múltiplas opiniões, o que tende a principiar conflitos em momentos de decisões e votações, prejudicando o andamento dos processos decisórios e aumentando, tanto em pessoal como por decorrência de tempo gasto, o custo da empresa	Negativa

Quadro 1: Resultados e conclusões dos autores estudados sobre a influência do tamanho do conselho no desempenho da empresa

Fonte: Elaborado pela autora

Percebem-se resultados apontando em ambas as direções, o que faz importante o enriquecimento desta linha de estudo a partir de novas e adicionais experimentações. Trata-se de apanhados estatísticos, nos quais o somatório de resultados pode significar maior precisão das investigações.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa em questão pode ser caracterizada, quanto aos seus objetivos ou fins, como descritiva, que, de acordo com Gil (2009), tem como objetivo principal estabelecer relações entre variáveis, descobrir a frequência com que os fatos acontecem dentro do contexto pesquisado. Já com foco na abordagem, esta se classifica como quantitativa, pois faz uso de modelos estatísticos e testes econométricos. No que diz respeito aos procedimentos ou meios, caracteriza-se como documental, que se baseia na investigação a partir de fatos e dados encontrados em documentos que não receberam, ainda, tratamento científico (REIS, 2008). No presente estudo, foram utilizados dados secundários, descritos a seguir sobre sua forma de obtenção, o que permitiu a realização de testes estatísticos.

Os demonstrativos financeiros das empresas foram extraídos do banco de dados do Economática, *software* utilizado como ferramenta de análise de ações, empresas e fundos de investimentos, e os dados referentes à quantidade de membros dos conselhos de administração foram obtidos a partir de visitas individuais aos *websites* das empresas.

A população objeto do estudo teve como amostra as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BM&F Bovespa enquadradas no IBrX 100, que é o índice de preços

compostos pelas 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na Bovespa em termos de volume financeiro e de negócios.

Tal escolha se deu pelo fato de que essas empresas estão entre as cem melhores classificadas quanto ao seu índice de negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro, sendo assim, critério de seletividade para compor o IBrX 100, com apuração nos 12 meses anteriores à reavaliação, e tendo, ainda, sido negociadas em pelo menos 70% dos pregões ocorridos nos 12 meses anteriores à formação da carteira (LIMA *et al*, 2016).

Foram excluídas sete empresas que apresentavam na composição do índice IBrX 100 mais de uma classe de ações. Neste caso, privilegiaram-se as empresas do tipo preferencial, pois julgou-se que são mais líquidas do que as ordinárias.

Assim sendo, a amostra ficou composta por 93 companhias, conforme demonstrado na Tabela 1:

Empresas	Tam.	Empresas	Tam.	Empresas	Tam.
AES TIETE E	10	ENERGIAS BR	7	MRV	7
ALIANSC	7	ENGIE BRASIL	9	MULTIPLAN	7
ALPARGATAS	6	EQUATORIAL	6	MULTIPLUS	7
AMBEV	11	ESTACIO PART	7	NATURA	9
B2W DIGITAL	3	EVEN	5	ODONTOPREV	9
BANRISUL	9	EZTEC	7	P.ACUCAR-CBD	11
BRASIL	7	FIBRIA	9	PORTO SEGURO	7
BB SEGUROS	6	FLEURY	10	QGEP PART	7
BMFBOVESPA	11	GAFISA	7	QUALICORP	9
BR MALLS PAR	7	GERDAU	5	RAIADROGASIL	9
BR PROPERT	5	GOL	6	RANDON PART	5
BRADESCO	8	GRENDENE	6	RUMO LOG	16
BRADESPAR	9	GRUPO CCR	11	SABESP	7
BRASKEM	11	HYPERMARCAS	10	SANTANDER BR	9
BRF	9	IGUATEMI	8	SAO MARTINHO	7
CEMIG	15	IOCHP-MAXION	9	SER EDUCA	5
CESP	11	ITAUSA	6	SMILES	6
CETIP	10	ITAUNIBANCO	12	SUL AMERICA	10
CIA HERING	9	JBS	8	SUZANO PAPEL	9
CIELO	11	KLABIN S/A	13	TAESA	11
COPEL	9	KROTON	8	TELEF BRASIL	12
COSAN	7	LIGHT S/A	11	TIM PART S/A	10
CPFL ENERGIA	7	LOCALIZA	8	TOTVS	9
CSN - SID NACIONAL	6	LOJAS AMERIC	8	TRAN PAULIST	8
CVC BRASIL	9	LOJAS RENNER	8	TUPY	8
CYRELA REALT	7	M.DIASBRANCO	5	ULTRAPAR	9
DURATEX	9	MAGAZ LUIZA	7	USIMINAS	11
ECORODOVIAS	9	MARCOPOLO	8	VALE	11
ELETRORÁS	9	MARFRIG	9	VALID	7
ELETROPAULO	8	METAL LEVE	5	VIAVAREJO	9
EMBRAER	11	MINERVA	10	WEG	6
TOTAL DA AMOSTRA		93			

Tabela 1: Amostra definida

Fonte: Elaborado pela autora

3.1 Modelo econométrico utilizado

Com a finalidade em responder ao problema de pesquisa, o modelo utilizado no presente estudo foi o de regressão linear múltipla do tipo seção transversal, através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), podendo ser representado da seguinte maneira:

$$Y = \alpha + \beta_1 TAM + \beta_2 ATIVO TOTAL + \varepsilon \quad (1)$$

Este modelo foi embasado no modelo utilizado por Lima *et al* (2016), que, assim como no presente trabalho, apresenta um modelo linear múltiplo. Nesta equação, Y é definida como uma variável dependente das variáveis explicativas TAM, que é referente ao Tamanho do Conselho, e ATIVO TOTAL é a variável de controle. Vale ressaltar que a autora considera que outras variáveis podem explicar o desempenho. Sabe-se também que estas novas variáveis incorporadas ao modelo e também a pesquisa em um número maior de empresas, pode melhorar o seu ajuste e inferências. Optou-se em analisar somente as duas variáveis supracitadas devido à disponibilidade de dados, o que desde já, pode-se recomendar a inclusão de outras variáveis e aumento do tamanho da amostra em estudos futuros. Os parâmetros α , β_1 , β_2 , são constantes numéricas que serão determinadas a partir dos dados observados. O nível de significância adotado foi 5% ($\alpha = 0,05$).

Para que se tenha uma validação do modelo clássico de regressão linear, foram realizados alguns testes quanto à ausência de multicolinearidade, heterocidasticidade e variáveis omitidas, sendo o último também chamado de teste de erro de especificação (Teste RESET de Ramsey).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O modelo que melhor se ajustou ao objetivo da pesquisa e às características dos dados analisados foi o apresentado na Tabela 2, extraído a partir do software STATA 12.

Variável	Coefficiente	Std. Error	Estatística-t	P> t
TAM	-.0232	.0167	-1.39	0.168
ATIVO TOTAL	2.8911	2.4810	0.12	0.907
Intercepto	.3321	.1441	2.30	0.024
R ²	-0.0007			
Nº de Observações	93			

Tabela 2: Resultado do modelo de regressão

Fonte: Elaborado pela autora

Para constatar a ausência de multicolinearidade do modelo apresentado, foram feitas regressões auxiliares e analisados os fatores de inflação da variância (*Variation Inflation Factor*- VIF) das variáveis explicativas. Quando o resultado deste teste apresenta altos valores (maiores que 10), fica constatada a existência de uma relação linear entre as variáveis explicativas de um modelo de regressão (GUJARATI, 2006). É como se as variáveis explicativas utilizadas no modelo de regressão estivessem explicando exatamente a mesma coisa, tendo um mesmo grau de influência, sendo, portanto, desnecessária a utilização das duas variáveis.

Analisando o modelo de regressão, verificou-se que os VIF's encontrados foram baixos (menores que 10), podendo ser verificado na Tabela 3. Portanto, no modelo final, constata-se a ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, ou seja, duas variáveis utilizadas não tem relação linear entre elas.

Variáveis	VIF	1/VIF
TAM	1,02	0.979850
ATIVO TOTAL	1,02	0.979850
Mean VIF	1,02	

Tabela 3: VIF das variáveis explicativas

Fonte: Elaborado pela autora

Seguindo o processo, para identificar a presença de heteroscedasticidade, utilizou-se o teste Breusch-Pagan Godfrey. Segundo Lima *et al* (2016), neste teste, se a estatística Multiplicador de Lagrange (LM) for significativa ao nível de significância adotado (valor-p < α), rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade.

O valor-p encontrado (0,7154) foi superior ao nível de significância estabelecido ($\alpha = 0,05$). Com isso, foi possível verificar a ausência de heterocedasticidade para as variáveis consideradas em conjunto ou individualmente, aceitando assim a hipótese nula de homocedasticidade.

Teste Chi2(1)	Prob> chi2
0.13	0.7154

Tabela 4: Teste de Breusch-Pagan

Fonte: Elaborado pela autora

O não especificação do modelo de regressão estimado foi comprovado, ainda, através do teste RESET. De acordo com este teste, desenvolvido por Ramsey (1969) citado em Lima *et al* (2016), supõe-se que, se o modelo correto for dado, nenhuma função não linear das

variáveis explicativas deveria ser estatisticamente significativa quando adicionada a esse modelo. Ou seja, se nenhuma variável adicionada ao modelo não tiver valor significativo, então o modelo não contém variáveis omitidas. Deste modo, se o valor-p da estatística F for inferior ao nível de significância adotado ($\alpha = 0,05$) tem-se evidência estatística de que a forma funcional contém erro de especificação ou que variáveis relevantes foram omitidas no modelo. Conforme observado na Tabela 5, o resultado da estatística F foi maior que o nível de significância adotado ($\alpha = 0,05$), inferindo-se que, no modelo, não há variáveis omitidas.

Teste Chi2(1)	Prob> chi2
F(3, 87)	1.22
Prob> F	0.3089

Tabela 5: Teste Ramsey RESET

Fonte: Elaborado pela autora

Os resultados da estimação do modelo, evidenciados na Tabela 2, mostram que a variável TAM e não é estatisticamente significativa. De acordo com a análise do valor-p, não se rejeita a hipótese nula de que o $\beta=0$, quando o valor-p encontrado for maior que o nível de significância adotado ($\alpha = 0,05$). No modelo proposto, o valor-p encontrado foi de 0,168, ou seja, maior que α . Sendo assim, não se pode inferir que o tamanho do conselho de administração impacta no desempenho das empresas analisadas. Este resultado foi divergente dos autores referenciados nesse trabalho, pois, os mesmos encontraram resultados significativos positivamente ou significativos negativamente.

A variável de controle ATIVOTOTAL, utilizada na regressão como proxy para tamanho, também não explica o desempenho. Portanto não podemos inferir que o aumento ou a redução no ativo total impacta o desempenho das empresas analisadas. O valor-p encontrado, 0,907, foi maior que o nível de significância adotado, fazendo com que a hipótese nula de que $\beta=0$ não fosse rejeitada.

Tem-se que o termo de intercepto α se revelou estatisticamente significativo, pois o valor-p encontrado foi menor que o nível de significância adotado e sua hipótese nula não foi rejeitada, indicando que, para todos os propósitos práticos, tem-se uma regressão que não passa pela origem. Pode-se afirmar que, quando o tamanho e o ativo total das empresas analisadas for igual a zero, o desempenho das empresas será em média R\$ 0,33 (milhões).

Ressalta-se que o R^2 encontrado de -0,0007 não se apresenta como uma limitação, pois o mesmo não é uma boa medida para comparar modelos, De acordo com Gujarati (2006),

o R^2 nunca decresce quando mais uma variável independente é adicionada à regressão. Na verdade, tende a crescer e, por esse motivo, não é um bom critério de comparação.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo identificar se o tamanho do Conselho de Administração impacta o desempenho das empresas. Ou seja, se o aumento no número de membros do conselho de administração ou a redução acarretaria em um aumento ou redução no desempenho das empresas analisadas. Utilizou-se como amostra as empresas que compõem o IBrX100 da BM&F Bovespa, por se tratar de empresas que estão entre as cem melhores classificadas quanto ao seu índice de negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Com a exclusão de sete empresas que apresentavam na composição mais de uma classe de ações (preferenciais e ordinárias), optou-se pelas ações do tipo preferencial, a amostra final totalizou 93 empresas.

Posteriormente à definição das amostras, foi aplicado o modelo de regressão multivariada para se estimar os parâmetros de regressão associados às variáveis explicativas definidas para a pesquisa, que foram elas: tamanho do conselho e ativo total.

Com o estudo, não se pode inferir que o tamanho do conselho de administração impacta no desempenho das empresas analisadas. Este resultado foi divergente dos autores referenciados nesse trabalho, pois os mesmos encontraram resultados significativos positivamente ou significativos negativamente.

O presente trabalho apresentou duas limitações. A primeira delas se dá no fato de a amostra ser formada apenas pelas empresas que estão presentes no IBrX 100, representando uma limitação impeditiva para generalizações. A segunda é a quantidade de variáveis utilizadas no modelo, uma vez que foram analisadas somente as duas variáveis, devido à disponibilidade de dados.

Para futuras pesquisas, sugere-se verificar a qualidade das informações, uma vez que as empresas demoram nas atualizações dos dados disponibilizados via *websites*. Além disso, torna-se interessante, realizar os mesmos procedimentos deste trabalho em amostras maiores ou até mesmo em amostras diferentes, no intuito de identificar se os resultados desta pesquisa são resultantes do contexto analisado ou se em contextos diferentes podem apresentar resultados similares aos divulgados nesta pesquisa. Recomenda-se também a inclusão de outras variáveis explicativas ou mesmo testar com novas *proxys* para desempenho.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Lélis Pedro de; *et al.* Governança corporativa: uma análise do conselho de administração com valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4. São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2009.
- BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- BRANDÃO, Rodrigo do Amaral Vargas. **A responsabilidade dos conselheiros de administração e diretores das sociedades anônimas abertas sob o enfoque da governança corporativa**. Monografia (Bacharelado de Direito) São Paulo: Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas, 2010.
- BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Subchefia para Assuntos Jurídicos, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 24 set. 2016.
- BRIGHAM, Eugene F.; *et al.* **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- DONNELLEY, Robert G. A empresa familiar. **Harvard Business Review**, Vol. 42, n. 4, p. 161-198, 1964.
- FAMA, Eugene; JENSEN, Michael. **Separation of ownership and control**. 1983. *Journal of Law and Economics* 26(2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution): 301-325.
- GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2009.
- GUJARATI, Damoran N. **Econometria Básica**. São Paulo: Campus, 2006.
- IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4.Ed. São Paulo: IBGC, 2016. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/userfiles/Codigo_julho_2010_a4.pdf> Acesso em: 26 set. 2016.
- Law and Economics, v. 26, p. 301-327, Jun, 1983.
- LIMA, Gustavo Henrique de; *et al.* **Fatores determinantes do nível de divulgação sobre partes relacionadas: estudo nas companhias listadas no IBrX100**. Congresso Anpcont (anais). Ribeirão Preto: Anpcont 2016.
- MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade Financeira**, Ed. Comemorativa, p. 65-79. São Paulo: USP, 2006.
- MARQUES, Maria Conceição da Costa; CONDE, Maria Fátima Travassos. **Teoria da sinalização e da agência**. OROG Revisores & Empresas, 2000. Disponível em:

<<http://www.cidadevirtual.pt/croc/rva3n10/39.pdf>> Acesso em: 25 set. 2016.

MOREIRA, Bruno César de Melo; *et al.* Independência do conselho de administração e a composição da estrutura de capital das empresas listadas na BOVESPA: um estudo entre os anos 2007 – 2011. **Ver. Cient. IFMG Campus Formiga**, Formiga, v. 2, n. 1, p. 79-95, 2014.

NASCIMENTO, Wanderson Miranda; *et al.* Uma proposta de implantação do modelo NBCASP nas empresas públicas municipais como solução para transparência das contas públicas. **Revista Pensar**, v. 3, n.1, 2014.

PAIVA, José Fernando Martins de; *et al.* A relação entre conselho de administração, desempenho, valor e risco no mercado brasileiro de ações. **REPEC: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 9, n. 1, art. 2, p. 25-44, 2015.

PINTO, Sávio de Luna; *et al.* **Impacto do perfil do conselho de administração na variação das ações das dez maiores empresas de petróleo a gás da NASDAQ**. SIMPOI 2016 (Anais). Disponível em:<http://www.simpoi.fgv.br/arquivo/2016/artigos/E2016_T00084_PCN21339.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2016.

REIS, Linda G. **Produção de monografia: da teoria à prática**. 2. Ed. Brasília: SENAC-DF, 2008.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**. v. 5, n. 9, p. 123-46. Rio de Janeiro: BNDES, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo). São Paulo: USP, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; *et al.* Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3. São Paulo: USP, 2002.

TAKAMATSU, Renata Turola; LAMOUNIER, Wagner Moura. **O “efeito tamanho” do conselho de administração sobre o desempenho e valor das companhias abertas brasileiras**. In: Congresso Usp de Iniciação Científica em Contabilidade (Anais). São Paulo: FEA-USP, 2007. Disponível em: <<http://sistema.semead.com.br/11semead/resultado/trabalhosPDF/435.pdf>>. Acesso em: 8 nov. 2016.