



Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa
ISSN: 2674-5895
INDEG-IUL - ISCTE Executive Education

VIEIRA, CARLOS ANDRÉ MARINHO; SILVA, EVALDO
JOSÉ DA; LUCENA, WENNER GLAUCIO LOPES
Determinantes da estrutura de um conselho de administração
Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa,
vol. 18, núm. 3, 2019, Setembro-Dezembro, pp. 169-187
INDEG-IUL - ISCTE Executive Education

DOI: 10.12660/rgplp.v18n3.2019.78290

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=568064381001>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em redalyc.org

redalyc.org
UAEM

Sistema de Informação Científica Redalyc
Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal
Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa
acesso aberto

Determinantes da estrutura de um conselho de administração

CARLOS ANDRÉ MARINHO VIEIRA ¹

EVALDO JOSÉ DA SILVA ^{1,2}

WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA ¹

¹ Universidade Federal da Paraíba (UFPB) / Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, João Pessoa – PB, Brasil

² Universidade Federal do Pará (UFPA) / Instituto Ciências Sociais Aplicadas, Belém – PA, Brasil

Resumo

Este artigo analisa as características empresariais que influenciam o número de membros do conselho de administração (CA), sua independência e a dualidade do diretor executivo (*chief executive officer* [CEO]). A amostra do estudo consiste em 162 empresas financeiras e não financeiras listadas na B3 no período entre 2010 e 2014. Observou-se que empresas maiores, menos endividadas e com perspectiva de crescimento apresentam um conselho formado por mais membros. *Holdings*, empresas mais antigas, menos lucrativas e com seu CEO compondo o conselho apresentavam menos membros independentes. Empresas mais endividadas, com seu CEO compondo o conselho e com conselhos maiores apresentaram mais membros externos. Por fim, empresas menores, mais lucrativas e com menos oportunidades de crescimento tinham seu CEO também ocupando o cargo de presidente do CA (*chairman*).

PALAVRAS-CHAVE: Tamanho do conselho. Independência. Dualidade do CEO.

Artigo submetido em 12 de fevereiro de 2019 e aceito para publicação em 30 de novembro de 2019.
DOI: <http://dx.doi.org/10.12660/rgplp.v18n3.2019.78290>

Determinants of a board structure

Abstract

This article analyzes the business characteristics that influence the number of members of the board of directors, their independence, and the duality of the chief executive officer (CEO). The study sample consisted of 162 financial and nonfinancial companies listed on the Brazilian stock market B3 between 2010 and 2014. It was noted that larger, less indebted, and growth-oriented companies have more members on their board. Holdings, older, less profitable companies, and companies where the CEO is also a board member, had fewer independent members. More indebted companies, firms where the CEOs serve on the board, and companies with larger boards, presented more external members. Finally, smaller, and more profitable companies with fewer growth opportunities showed CEO duality.

KEYWORDS: Board size. Board independence. CEO duality.

Determinantes de la estructura de una junta directiva

Resumen

Este artículo analiza las características comerciales que influyen en la cantidad de miembros de una junta directiva, su independencia y la dualidad del director ejecutivo (CEO). La muestra del estudio consistió en 162 empresas financieras y no financieras que figuraban en B3 entre 2010 y 2014. Se observó que las empresas más grandes, menos endeudadas y con perspectivas de crecimiento contaban con una junta formada por más miembros. Las participaciones, compañías más antiguas, menos rentables y cuyo CEO componía la junta tenían menos miembros independientes. Las empresas más endeudadas cuyos CEO formaban parte de la junta y con juntas más grandes tenían más miembros externos. Finalmente, en las empresas más pequeñas, rentables y con menos oportunidades de crecimiento su CEO también ocupaba el cargo de presidente de la junta (chairman).

PALABRAS CLAVE: Tamaño de la junta. Independencia. Dualidad del CEO.

INTRODUÇÃO

A contratação de especialistas em gestão para tomar decisões nas empresas gera um conflito de agência, resultante da divergência de interesses entre acionistas e administradores. Os custos desse conflito são absorvidos, em sua maioria, pelos proprietários da empresa. Para atenuar tais custos, controles internos são estabelecidos com vistas a monitorar as decisões da administração e fazer com que haja maior alinhamento entre os interesses dos acionistas e dos administradores. Dentre os principais órgãos de controle interno se destaca o conselho de administração (CA). Este tem por objetivo a contratação e a destituição da equipe de gestão, a adoção de uma política de remuneração adequada e a supervisão e o assessoramento das atividades da administração (SILVEIRA, 2010).

O CA pode ser formado por membros que tenham relações trabalhistas com a empresa, por membros que não são empregados, mas detêm alguma relação com a empresa, ou por membros independentes. O diretor executivo (*chief executive officer* [CEO]) pode ter papel relevante na formação do CA, uma vez que pode participar das reuniões como membro efetivo ou até presidir o órgão, fato que é conhecido na literatura como *dualidade do CEO*. A importância do CA é reconhecida por grande parte da literatura sobre governança corporativa, sendo que a maioria dos estudos busca relacionar sua estrutura a mudanças no desempenho e no valor de mercado das empresas (YERMACK, 1996; EISENBERG, SUNDGREN e WELLS, 1998; ANDRADE, SALAZAR, CALEGÁRIO et al., 2009; GONDRIGE, CLEMENTE e ESPEJO, 2012).

Ao observar por outro ângulo, percebe-se que as características da empresa também podem influenciar a maneira como o CA se estrutura, inclusive o número de membros, a independência do órgão e a inclusão, ou não, do CEO como membro ordinário ou como presidente do CA (*chairman*). Espera-se que em empresas maiores, e mais complexas, um número de membros maior seja necessário para supervisionar as atividades da equipe de gestão e proporcionar o assessoramento necessário. Também se espera que em empresas apresentando baixa performance sejam adicionados mais membros ao CA, com o propósito de obter maior engajamento do órgão para solucionar tais questões (YERMACK, 1996).

Empresas complexas também podem demandar conselhos compostos por menos membros independentes, uma vez que se mostra necessária a entrada de membros com maior conhecimento específico sobre as atividades e o setor de atuação da empresa. A preferência nesses casos seria por membros internos e, em último caso, externos que tivessem alguma relação não trabalhista com a empresa (membros externos afiliados). A presença de membros independentes/externos também pode servir para atenuar o conflito de interesses resultante da entrada do CEO no CA. Para reduzir esses conflitos, espera-se que a empresa mantenha maior proporção de membros independentes para diminuir os poderes do CEO e a probabilidade de que este tome decisões contrárias ao interesse dos acionistas (LEHN, PATRO e ZHAO, 2009; LINCK, NETTER e YANG, 2008).

A *dualidade* do CEO atribui maiores poderes a esse agente, uma vez que será responsável por organizar a agenda do CA e avaliar seu próprio desempenho na gestão da empresa enquanto membro do órgão. Ao mesmo tempo, sua manutenção como *chairman* pode ser benéfica para reduzir o risco de informações incompletas na existência de assimetria de informação entre conselheiros internos e externos. A presença do CEO no cargo de *chairman* pode ser explicada por práticas de governança pouco efetivas da empresa, pela complexidade da empresa ou como recompensa por um bom desempenho corporativo (BRICKLEY, COLES e JARRELL, 1997).

Considerando a possível relação das características da empresa com a formação do CA, este estudo analisou as características empresariais que influenciam o número de membros do CA, sua independência e a dualidade do CEO. Para tanto, foram avaliados os principais determinantes da estrutura do CA de empresas listadas na B3 no período entre 2010 e 2014.

REFERENCIAL TEÓRICO

Conselho de administração

Considerando o conflito de agência entre os acionistas e os administradores de uma empresa, mostram-se necessários mecanismos de controle que garantam que os administradores agirão no melhor interesse dos acionistas. O CA é um dos principais órgãos de controle interno, com foco principal na monitoração das atividades da equipe de gestão, dado o conflito de agência entre acionistas e administradores. Especificamente, as principais atribuições do CA dizem respeito à formação e ao monitoramento do comportamento da equipe de gestão, inclusive sua contratação, seu plano de remuneração, seu assessoramento e seu voto a quaisquer decisões que possam ir de encontro aos interesses dos *stakeholders*. Também é considerado o principal órgão a estabelecer uma “ponte” entre acionistas e administradores (SILVEIRA, 2010; CHOU, CHUNG e YIN, 2013).

A lei societária brasileira atribui ao conselho as seguintes tarefas: a) orientar as atividades da empresa; b) contratar e demitir diretores e estabelecer suas atribuições; c) fiscalizar os trabalhos e as decisões da administração; d) convocar a assembleia geral; e) manifestar-se sobre relatórios de administração, contas da diretoria, atos ou contratos; f) deliberar e autorizar emissão de ações, bônus ou alienação de ativos; e g) contratos com auditoria independente. Dada sua importância no contexto geral das empresas, muitos estudos buscam mostrar como a estrutura do CA pode influenciar as decisões e o desempenho das empresas. Em tais estudos, as principais características submetidas a análise são o tamanho do CA, a independência de seus membros, a força política do CEO, a frequência das reuniões em assembleia-geral ordinária ou extraordinária e a assiduidade dos diretores nessas reuniões.

Com o pressuposto de que grandes grupos enfrentam maiores problemas para chegar a um consenso na tomada de decisão e que, muitas vezes, essas decisões não seriam tempestivas, Yermack (1996) constatou que os CAs com menos membros são mais efetivos, pois empresas com CAs menores tinham maior valor de mercado. Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Liang, Xu e Jiraporn (2013) encontraram evidências de que empresas com CAs grandes eram menos lucrativas do que as demais. Outros estudos indicam que conselhos com mais membros podem ser benéficos às empresas, uma vez que a carga de atividades seria mais bem dividida e nenhum membro ficaria sobrecarregado em suas atribuições. Andrade, Salazar, Calegário et al. (2009) perceberam que empresas com conselhos maiores apresentavam melhor desempenho. Gondrige, Clemente e Espejo (2012) estudaram a influência do tamanho do conselho no valor de mercado das empresas e constataram que empresas com conselhos maiores apresentavam maior valor de mercado, achados diferentes dos obtidos por Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Liang, Xu e Jiraporn (2013).

Apesar da maioria dos estudos mostrar como a estrutura e a composição do CA podem influenciar o desempenho e o valor de mercado das empresas, outras publicações têm por foco descobrir porque os CAs são formados com mais ou menos membros, o motivo para a presença de membros mais independentes e a razão do CEO também ter de ocupar o cargo de *chairman*. Esse é o propósito dos trabalhos de Hermalin e Weisbach (1988), Mak e Li (2001), Baker e Gompers (2003), Boone, Field, Karpoff et al. (2007), Guest (2008), Linck, Netter e Yang (2008), Oliveira e Moser (2015) e Aldrighi, Postali e Kayo (2016).

Tamanho do conselho de administração

O tamanho do CA é estudado de acordo com o número de diretores que o compõem. Espera-se de grupos maiores grande dificuldade para obter unanimidade entre seus membros, o que leva a decisões mais lentas e enviesadas, ao mesmo tempo que demanda maiores custos para reunir e coordenar grupos maiores (YERMACK, 1996; COLES, DANIEL e NAVEEN, 2008). Por outro lado, CAs maiores podem apresentar maior capacidade de monitoração das atividades da equipe de gestão e decisões menos extremas (CHENG, 2008). Andrade, Salazar, Calegário et al. (2009) afirmam que CAs maiores apresentam maior poder de monitoração. Coles, Daniel e Naveen (2008) dizem que o número ótimo de membros no conselho dependerá das características da empresa, como sua complexidade.

Conselhos maiores se apresentam com maior frequência em empresas maiores. Outras características que podem demandar mais membros no CA são a complexidade dos negócios das empresas. Alguns autores consideram empresas mais complexas aquelas com maior tamanho, endividamento, número de segmentos e anos de atuação no mercado (YERMACK, 1996; EISENBERG, SUNDGREN e WELLS, 1998; LINCK, NETTER e YANG, 2008; COLES, DANIEL e NAVEEN, 2008).

Uma característica empresarial que se relaciona a maior demanda de monitoramento e assessoramento é o nível de assimetria informacional. Yermack (1996) afirma que o tamanho do CA pode resultar de um desempenho passado inferior, o que levaria as empresas a incluir mais diretores em seu CA para monitorar e assessorar melhor as atividades da administração. Uma vez que a empresa se recuperou de seus resultados ruins, os membros adicionados seriam removidos e o CA voltaria a apresentar o mesmo número de componentes de antes.

Independência do conselho de administração

A literatura sobre o tema relata que conselheiros são considerados mais independentes quando exercem suas atividades de monitoração e assessoramento sem o objetivo de beneficiar agentes específicos. O CA pode ser formado por membros internos ou externos. A inclusão de membros internos pode fazer surgir questões sobre a independência das decisões tomadas pelo CA, uma vez que uma de suas principais funções é o monitoramento das atividades da administração, com foco no CEO da empresa. Executivos da empresa que entrem no conselho teriam, muitas vezes, de divergir do comportamento do CEO. Geneen (1984 apud WEISBACH, 1988, p. 433) indica que “certamente, nenhum dos diretores desafiaria substancialmente seu chefe na sala de reuniões”.

Os membros do CA são classificados por Byrd e Hickman (1992) em 3 classes: a) membros internos, que são os empregados, os aposentados que trabalharam na empresa e pessoas relacionadas a estes; b) membros externos afiliados, estes são os membros que não se enquadram na situação anterior, mas têm alguma ligação com a empresa, além da condição de membro do CA; e c) membros externos independentes, os quais não têm nenhuma ligação com a empresa além da condição de membro do CA. Mais especificamente, Rosenstein e Wyatt (1990) e Cheng (2008) argumentam que membros independentes não têm ou não tinham relação de trabalho com a empresa, não têm relações com seus atuais executivos, não têm participação acionária ou relações comerciais com a empresa. No caso de algum membro do CA que não fosse atual empregado da empresa e apresentasse alguma dessas características, ele seria considerado um membro externo, mas não independente.

A presença de membros externos no CA diminui o poder de membros da administração para expropriar a riqueza dos acionistas por meio de decisões que favoreçam interesses individuais de algum agente. Conselheiros externos trabalham como árbitros profissionais, constituindo um mecanismo de governança de baixo custo (FAMA, 1980). Um ponto apresentado por Rosenstein e Wyatt (1990) é que os benefícios da presença de membros externos no CA não são iguais para todas as empresas. Uma pequena empresa pode obter maior vantagem com a presença de um membro externo em seu CA do que uma grande empresa, pela bagagem informacional que um membro externo com experiência de mercado pode proporcionar a ela, contribuindo com a tomada de decisões que se relaciona ao mercado.

Dentre as características que podem determinar maior ou menor proporção de membros externos ou independentes nos CAs, destacam-se o tamanho da empresa, sua complexidade, suas oportunidades de crescimento, sua dualidade ou a simples presença do CEO no CA e o tamanho desse órgão. Uma vez que os conflitos de agência podem crescer de acordo com o tamanho da empresa, espera-se que empresas de maior porte apresentem maior proporção de conselheiros externos ou independentes (LEHN, PATRO e ZHAO, 2009). Empresas mais complexas podem beneficiar-se com a entrada no CA de membros mais independentes e com maior *expertise* de mercado. Porém, visto que, *a priori*, membros internos têm maior conhecimento sobre as atividades e o setor de atuação da empresa, a entrada de membros externos pode levar à tomada de decisão com informações incompletas, considerando que os membros internos têm maior quantidade de informação relevante sobre a empresa (LINCK, NETTER e YANG, 2008).

A assimetria informacional presente nas empresas de crescimento poderia prejudicar o trabalho de membros externos, que seriam menos informados do que suas contrapartes. Ainda assim, as empresas de crescimento podem apresentar maiores custos de agência e conflitos de interesse, mostrando-se necessária a presença de membros mais independentes para mitigar tais questões (LEHN, PATRO e ZHAO, 2009). A adição de membros ao conselho, decorrente de períodos de fraco desempenho da empresa, também poderia aumentar a proporção de diretores externos, estando tal proporção negativamente relacionada ao desempenho passado e positivamente relacionada ao número de membros no conselho. Espera-se, ainda, que a independência do conselho aumente à medida que o CEO se torna mais influente, como no caso de também exercer o cargo de *chairman* (YERMACK, 1996; LINCK, NETTER e YANG, 2008). Por outro lado, CEOs mais poderosos podem inibir a entrada de membros mais independentes no conselho, uma vez que tais membros podem coibir práticas que visem ao aumento da utilidade do CEO em detrimento da riqueza dos acionistas (BOONE, FIELD, KARPOFF et al., 2007).

Dualidade do CEO

A dualidade pode ser considerada uma característica do CEO para ocupar, também, o cargo de *chairman*. Essa possibilidade tem levado a diversos estudos sobre essa estrutura de poder corporativo. Jensen (1993) cita que há conflito de interesses no caso de uma única pessoa ocupar os cargos de CEO e *chairman*, uma vez que ela estaria incumbida de monitorar e avaliar suas próprias atividades e de estabelecer planos de remuneração para si. Em caso de conflito de interesses entre o CEO e os acionistas, o primeiro teria ainda mais poderes para tomar decisões que beneficiassem a ele próprio em detrimento da riqueza dos acionistas. A teoria do poder gerencial estabelece que quanto mais poderes tiver o CEO, maior renda poderia extrair da empresa em forma de remuneração e “mordomias” acima do que se consideraria “justo”, prejudicando o desempenho empresarial (BEBCHUK e FRIED, 2003).

Ao mesmo tempo que muitas desvantagens decorrem da concentração dos dois cargos em uma única pessoa, estudos também listam alguns benefícios da dualidade do CEO. Brickley, Coles e Jarrell (1997) argumentam que, pelo fato do CEO deter informação específica e relevante sobre as atividades da empresa, seria benéfico que ele ocupasse o cargo de *chairman*, pois os custos de transferência de informações da administração para o CA seriam reduzidos, podendo levar a melhor tomada de decisão.

Ao contrário do que indica a literatura sobre os determinantes das outras características do CA, há poucas teorias voltadas aos fatos que podem influenciar a nomeação do CEO como *chairman*. Destaca-se o estudo de Brickley, Coles e Jarrell (1997), argumentando que o sucesso do CEO pode evitá-lo a ocupar uma cadeira ou até a presidência do CA durante ou após seu mandato como administrador da empresa. Assim, espera-se uma ligação positiva entre a dualidade do CEO e o desempenho da empresa. A complexidade das operações e a assimetria informacional também podem demandar conhecimentos especializados acerca do negócio e do setor de operação, podendo influenciar a nomeação do CEO como membro do CA ou *chairman*.

PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

Descrição das variáveis

Esta seção mostra como são definidas as *proxies* que representam o tamanho e a independência do CA e a dualidade do CEO, além das variáveis que determinam as características das empresas que podem exercer influência sobre a forma como o CA se estrutura. O tamanho do CA foi medido pelo número de membros efetivos que o compõem (BoardSize). A independência do CA foi mensurada de duas formas: a primeira diz respeito ao número de conselheiros independentes em relação ao total de membros (%Indep) e a segunda é calculada pela razão entre o número de membros externos e o total de membros (%Ext). Já a dualidade é mensurada a partir de uma variável *dummy* que assume valor 1 quando o CEO também é o *chairman* e 0 em caso contrário (CEOChairman). Outra medida alternativa do poder do CEO no CA considera apenas o fato dele integrar o órgão. Esta variável também é uma *dummy* (CEOonBoard).

Para mensurar as características que tornam uma empresa mais ou menos complexa, utilizamos *proxies* para seu tamanho, seu nível de endividamento, a complexidade do controlador

e a idade da empresa. O tamanho é mensurado pelo logaritmo dos ativos totais da empresa (LogAssets). O nível de endividamento é mensurado pela razão entre a dívida exigível e os ativos totais (Debt/Assets). Valores maiores do que 1 para essa variável indicam uma dívida superior ao valor total dos ativos. A complexidade do controlador é medida por uma variável *dummy* que assume valor 1 quando o controlador é uma *holding* e 0 em caso contrário (Holding). A idade da empresa é medida a partir do ano de sua fundação até o ano do período observado (FirmAge). Essa medida é considerada em sua forma quadrática, dado que as relações entre a idade da empresa e as características do CA podem não ser lineares (FirmAge²).

Para medir as oportunidades de crescimento da empresa se utiliza o índice *Market-to-book* (MTB). Esse índice é calculado pela relação entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa. Por fim, o desempenho da empresa é mensurado por uma medida de lucratividade. De modo consistente com a maioria dos estudos anteriores, utilizamos o retorno sobre os ativos (ROA) como *proxy* para a lucratividade das empresas da amostra. Em alguns modelos foram inseridas variáveis *dummies* temporais para representar características macroeconômicas ou regulatórias presentes em cada ano da amostra. O Quadro 1 apresenta um resumo das variáveis adotadas, a fórmula de cálculo e os principais trabalhos que também utilizaram essas variáveis.

QUADRO 1
Descrição das variáveis utilizadas na pesquisa

Nome	Fórmula	Utilizado por
BoardSize	Número de membros	Boone, Field, Karpoff et al. (2007), Coles, Daniel e Naveen (2008), Andrade, Salazar, Calegário et al. (2009), Liang, Xu e Jiraporn (2013)
% Independentes	$\frac{\text{Membros Independentes}}{\text{Total de Membros}}$	Cheng (2008), Brick e Chidambaran (2010), Liang, Xu e Jiraporn (2013)
% Externos	$\frac{\text{Membros Externos}}{\text{Total de Membros}}$	Yermack (1996), Andrade, Salazar, Calegário et al. (2009)
CEOChairman	1 quando o CEO é também Chairman e 0, do contrário	Cheng (2008), Andrade, Salazar, Calegário et al. (2009), Brick e Chidambaran (2010), Liang, Xu e Jiraporn (2013)
CEOonBoard	1 quando o CEO é integrante do conselho e 0, do contrário	Não utilizado em trabalhos anteriores
LogAssets	Logaritmo (ativos totais)	Andrade, Salazar, Calegário et al. (2009), Brick e Chidambaran (2010), Liang, Xu e Jiraporn (2013), Chou, Chung e Yin (2013)
Debt/Assets	$\frac{\text{Passivo Exigível}}{\text{Ativos totais}}$	Coles, Daniel e Naveen, (2008), Andrade, Salazar, Calegário et al. (2009), Chou, Chung e Yin (2013)
FirmAge	Idade da empresa	Linck, Netter e Yang (2008)
FirmAge ²	$(\text{Idade da empresa})^2$	Linck, Netter e Yang (2008)

Continua

Nome	Fórmula	Utilizado por
Holding	1 quando o controlador é uma Holding e 0, do contrário	Não utilizado em trabalhos anteriores
Market-to-book	$\frac{\text{Valor de Mercado do PL}}{\text{Valor Contábil do PL}}$	Linck, Netter e Yang (2008), Lehn, Patro e Zhao (2009)
ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativos Totais}}$	Yermack (1996), Boone, Field, Karpoff et al. (2007), Cheng (2008), Coles, Daniel e Naveen, (2008), Liang, Xu e Jiraporn (2013)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Modelo, estimadores, pressupostos econométricos e amostra

Para investigar os principais determinantes da composição do CA e de sua estrutura de liderança, utilizaram-se modelos de regressão que utilizam como variáveis dependentes o tamanho do CA, a proporção de diretores externos ou independentes e o fato do CEO também ocupar o cargo de *chairman*. Para os modelos que utilizam *BoardSize*, *%Independentes* e *%Externos* como variáveis dependentes, as regressões são calculadas por meio de estimadores de painel, uma vez que as observações consistem no acompanhamento de vários indivíduos (empresas) durante vários períodos. Os principais estimadores para dados em painel consistem em efeitos fixos (*fixed effects* [FE]) e efeitos aleatórios (*random effects* [RE]). Para decidir entre esses dois estimadores, mostra-se necessário o teste de Hausman. A rejeição da hipótese nula para esse teste indica que os estimadores FE são mais eficientes do que os estimadores RE. Caso H_0 não seja rejeitada, as estimativas são realizadas com o modelo RE.

Quando a variável *CEOChairman* é utilizada como dependente, mostra-se necessário o uso de um modelo *logit*. Para todos os modelos estimados, utilizou-se o teste VIF (*variance inflation factor*) para detectar variáveis independentes com altos graus de multicolinearidade. Para todos os modelos, estimaram-se regressões com e sem a presença das variáveis *dummies* temporais para analisar como os resultados poderiam mudar por sua inclusão no modelo. Considera-se um nível de significância de 5% para a rejeição das hipóteses nulas dos testes estatísticos. Nos modelos de painel se utilizam o teste de Wald, para heterocedasticidade intragrupo (FE), e o teste de Wooldridge, para autocorrelação dos resíduos (FE e RE). Na presença de heterocedasticidade ou autocorrelação dos resíduos, as estimativas são realizadas com erros padrão robustos ou erros de White. Uma vez que o modelo FE não possibilita a estimativa de coeficientes para variáveis invariantes no tempo (caso do setor de operação e identidade do controlador, na maioria dos casos), não foi possível incluir no modelo variáveis como controle estatal, estrangeiro e setor financeiro, também consideradas determinantes da estrutura do CA.

A população do estudo consiste em todas as empresas com títulos listados na B3 no período entre 2010 e 2014 (adotado em função da disponibilidade de dados sobre a estrutura do CA das empresas listadas em bolsa). Foram excluídas da amostra as empresas que não apresentavam dados para quaisquer das variáveis utilizadas no modelo e as empresas que apresentavam índice *Market-to-book* negativo, uma vez que valores negativos para esse índice não apresentam significado teórico. Os dados sobre a estrutura do CA foram coletados nos respectivos formulários de referência das empresas, disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As informações financeiras foram coletadas por meio do software *Economatica*⁹. A amostra final

foi composta por 162 empresas financeiras e não financeiras, com observações para todos os períodos, resultando em um painel balanceado, composto por um total de 810 observações.

RESULTADOS E ANÁLISES

Estatísticas descritivas

A Tabela 1 mostra a média, a mediana, o desvio padrão e os valores máximo e mínimo para as variáveis adotadas na pesquisa. As empresas da amostra apresentaram um conselho formado por, em média, 7 membros. Observa-se grande diferença em relação ao percentual de diretores independentes e externos que compõem os CAs das empresas da amostra. As empresas compõem seus CAs com, em média, 87,20% de membros externos, apenas 22,67% do total de membros são independentes. A definição entre membros externos e independentes indica que essa diferença (64,53%) se refere aos membros dos CAs que não têm relação empregatícia atual com a empresa, mas não satisfaz a definição de diretor independente de Rosenstein e Wyatt (1990) e Cheng (2008).

Na amostra selecionada, os CEOs também ocupam o cargo de *chairman* em 18,64% das observações. Percebe-se que os CEOs ocupam cadeira no CA, como *chairman* ou não, em mais da metade das observações (54,57%). Sobre as informações financeiras, observa-se que as empresas apresentam, em média, ativos totais no valor de R\$ 25 bilhões, variando de empresas com apenas R\$ 15 milhões em ativos até empresas com ativos na casa dos trilhões. Altos valores para essa variável estão ligados, principalmente, à inclusão de empresas financeiras na amostra. O nível de endividamento das empresas da amostra corresponde a cerca de 57%, sendo este o percentual de ativos financiado por capital de terceiros.

TABELA 1
Estatísticas descritivas

Variáveis	Média	Mediana	Desvio padrão	Máximo	Mínimo
BoardSize	7,2790	7,0000	2,6010	17,0000	2,0000
% Independentes	0,2267	0,2000	0,2103	1,0000	0,0000
% Externos	0,8720	0,8750	0,1229	1,0000	0,3333
CEOChairman	0,1864	0,0000	0,3897	1,0000	0,0000
CEOonBoard	0,5457	1,0000	0,4982	1,0000	0,0000
Assets (milhões R\$)	25.019,5176	3.357,5690	117.543,91111	1.437.485,5120	15,3480
Debt/Assets	0,5698	0,5855	0,2056	0,9890	0,0050
FirmAge	40,5247	38,0000	27,3697	143,0000	3,0000
Holding	0,3062	0,0000	0,4612	1,0000	0,0000
Market-to-book	2,1970	1,4475	2,9812	39,6265	0,0331
ROA	0,0483	0,0408	0,1277	1,9931	-1,2396

Fonte: Elaborada pelos autores.

As empresas da amostra foram fundadas, em média, há 40 anos, sendo a amostra composta por empresas centenárias até empresas com apenas 3 anos de existência. Em média 30,62% das empresas são controladas por *holdings*. Valores para o índice *Market-to-book* maiores do que 1 indicam que as empresas têm seu patrimônio líquido valorizado acima de seu valor contábil. Em nosso estudo, consideramos que empresas com altos índices MTB apresentam grandes expectativas de crescimento de seus fluxos de caixa não capturados pela contabilidade. O ROA médio das empresas da amostra foi de 4,83%, o que indica lucro líquido gerado em cada período correspondente a 4,83% do valor dos ativos totais. Valores maiores do que 1 ou menores do que -1 indicam, respectivamente, que a empresa obteve lucro líquido acima do valor de seus ativos ou resultado tão negativo a ponto de consumir boa parte dos ativos totais.

Resultados das estimativas

Esta seção apresenta os resultados obtidos para os modelos de dados em painel e regressão logística, que tiveram por objetivo analisar os determinantes do tamanho e independência do CA e da dualidade do CEO. A Tabela 2 mostra o resultado das estimativas para o modelo, que utiliza o número de membros no CA como variável dependente. Nos 4 modelos estimados nessa tabela se observa a rejeição da hipótese de que todos os coeficientes do modelo são nulos (teste F).

O coeficiente positivo e estatisticamente significativo para a variável *LogAssets* indica que empresas maiores têm CAs maiores. O sinal negativo e estatisticamente significativo para a variável *Debt/Assets* indica que empresas mais endividadas têm menos membros em seus CAs. Quando se considera o tamanho da empresa como uma *proxy* para a complexidade, assim como o endividamento, obtemos evidências de que empresas maiores têm mais membros em seus CAs (YERMACK, 1996; EISENBERG, SUNDGREN e WELLS, 1998; LINCK, NETTER e YANG, 2008; COLES, DANIEL e NAVEN, 2008).

Entretanto, outras características de complexidade não apresentaram relação com o tamanho do *board*, como o fato do controlador ser uma *holding*, e a idade da empresa (assim como sua relação quadrática) não apresentou significância estatística em nenhum dos modelos estimados. Por outro lado, o coeficiente positivo e estatisticamente significativo para o índice *Market-to-book* indica que empresas de crescimento (maior MTB) formam seus CAs com maior número de membros, assim como proposto por Linck, Netter e Yang (2008). Não foram identificadas relações entre a lucratividade e o tamanho do CA, rejeitando a hipótese de que empresas menos lucrativas apresentam CA formado por mais membros, resultado da inclusão de novos diretores com o propósito de melhorar o desempenho da empresa.

TABELA 2
Determinantes do tamanho do conselho de administração

LogAssets	***1,7444 (0,2239)	***1,7426 (0,2240)	***1,7779 (0,2298)	***1,7848 (0,2300)
Debt/Assets	**-1,3180 (0,5202)	**-1,3332 (0,5218)	**-1,3525 (0,5237)	**-1,3712 (0,5254)

Continua

Holding	0,0703 (0,4604)	0,0994 (0,4613)	0,0546 (0,4595)	0,0787 (0,4603)
FirmAge	-0,0042 (0,0064)	-	-0,0029 (0,0063)	-
FirmAge ²	-	^(a) 0,0000 (0,0001)	-	^(a) 0,0000 (0,0001)
Market-to-book	**0,0691 (0,0311)	**0,0697 (0,0316)	**0,0687 (0,0317)	**0,0686 (0,0322)
ROA	0,6355 (0,5284)	0,6451 (0,5276)	0,5618 (0,5209)	0,5555 (0,5179)
Intercepto	***-8,7100 (2,1313)	***-8,9012 (2,1221)	***-9,0800 (2,1620)	***-9,3127 (2,1566)
TimeDummies	NÃO	NÃO	SIM	SIM
Hausman Test ^(c)	4,59	5,07	3,94	7,75
Maior VIF	1,56	1,56	1,64	1,64
Teste F	***72,15	***74,14	***72,61	***74,53
Wooldridge Test ^(e)	***25,377	***25,374	***26,749	***26,636
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)
Estimador	RE	RE	RE	RE

Fonte: Elaborada pelos autores.

Notas: Coeficientes (erros padrão); Significância estatística: 1%***, 5% **, 10%*; ^(a) Número positivo menor do que 0,0001; ^(b) Número negativo maior do que -0,0001; ^(c) Teste de Hausman para escolha entre os estimadores FE e RE; ^(d) Teste de Wald para heterocedasticidade intragrupo (FE); ^(e) Teste de Wooldridge para correlação serial do termo de erro da regressão.

A Tabela 3 mostra o resultado das estimativas para o modelo, que utiliza como variável dependente a proporção de diretores independentes em relação ao total de membros do CA. Novamente, observa-se rejeição da hipótese de má especificação do modelo por meio da significância estatística dos testes F. Os resultados para as *proxies* que representam o tamanho da empresa (LogAssets) e seu nível de endividamento (Debt/Assets) não se relacionam à proporção de diretores independentes no CA. Por outro lado, outras características relativas à complexidade empresarial apresentam relação estatisticamente significativa com o nível de independência do CA.

O sinal negativo para a variável *Holding* indica que empresas onde o controlador é uma *holding* compõem seus CAs com menor proporção de membros independentes. Esse achado pode ser um indício de que a complexidade das organizações faz com que sejam necessários mais membros internos no CA, uma vez que estes detêm maior informação sobre as atividades da empresa, essencial para boa supervisão e bom assessoramento da diretoria executiva. Observa-se um padrão diferente para a variável *FirmAge*, onde, nos modelos iniciais (5 e 6), essa variável apresenta sinal positivo e estatisticamente significativo. Porém, nos modelos que incluem variáveis *dummies* temporais (7 e 8), seu sinal muda, indicando uma relação negativa entre a idade da empresa e a proporção de diretores independentes que compõem seu CA.

Considerando os últimos resultados, obtemos uma relação negativa entre a idade da empresa e a proporção de diretores independentes integrantes de seu CA.

O índice *Market-to-book* não apresenta significância estatística nos dois primeiros modelos, mas, nos modelos que incluem variáveis *dummies* temporais, o coeficiente da variável chega a apresentar significância estatística no nível de 10%. Ao considerar uma significância de 5% para rejeição das hipóteses nulas dos testes estatísticos, entendemos ser positiva, porém fraca, a relação entre as expectativas de crescimento para a empresa e a proporção de diretores independentes. Para a lucratividade (ROA), observa-se significância estatística no nível de 5% apenas no modelo 5, com coeficiente negativo. Nos modelos seguintes, o coeficiente persiste, mas seu nível de significância cai. Consideramos, no entanto, que a lucratividade está negativamente relacionada à proporção de diretores independentes que compõem o conselho, o que diverge das hipóteses de que um fraco desempenho pode levar a empresa a incluir em seu conselho mais diretores independentes, com o propósito de solucionar eventuais questões que prejudiquem o desempenho empresarial (YERMACK, 1996). Como observado, parece mais provável que a empresa tente melhorar seu desempenho por meio da inclusão de outros tipos de membros que já têm relação com a empresa e, consequentemente, maior conhecimento acumulado sobre os negócios e o setor de operação. Ao analisar os determinantes da proporção de conselheiros externos relacionados à própria estrutura do conselho (CEOChair, CEOonBorad e BoardSize) não observamos relações estatisticamente significativas com o nível pretendido, indicando que o tamanho do conselho e os conflitos de agência resultantes da entrada do CEO no conselho não influenciam a proporção de membros independentes integrantes desse órgão.

TABELA 3
Determinantes da independência do conselho de administração – membros independentes

	0,0270 (0,0516)	0,0329 (0,0507)	-0,0052 (0,0222)	-0,0022 (0,0213)
Debt/Assets	0,0130 (0,0647)	-0,0033 (0,0642)	0,0344 (0,0476)	0,0283 (0,0484)
Holding	-0,0374 (0,0414)	-0,0409 (0,0429)	**-0,0514 (0,0249)	**-0,0533 (0,0255)
FirmAge	**0,0092 (0,0037)	**0,0096 (0,0038)	***-0,0015 (0,0006)	**-0,0014 (0,0006)
Market-to-book	0,0052 (0,0035)	0,0050 (0,0034)	*0,0068 (0,0038)	*0,0066 (0,0037)
ROA	**-0,1099 (0,0548)	*-0,1050 (0,0535)	*-0,0982 (0,0585)	*-0,0969 (0,0569)
CEOChairman	-0,0324 (0,0231)	–	*-0,0348 (0,0203)	–
CEOonBoard	–	*-0,0470 (0,0249)	–	*-0,0370 (0,0211)
BoardSize	0,0081 (0,0057)	0,0081 (0,0056)	0,0057 (0,0046)	0,0057 (0,0046)

Continua

Intercepto	-0,4588 (0,4510)	-0,5029 (0,4435)	0,2484 (0,1908)	0,2343 (0,1888)
TimeDummies	NÃO	NÃO	SIM	SIM
Hausman Test ^(c)	***20,76	***24,59	2,57	4,03
Maior VIF	1,62	1,62	1,66	1,65
Teste F	**2,25	**2,45	***48,83	***47,97
Wald Test ^(d)	***2,4e+06	***7,3e+05	–	–
Wooldridge Test ^(e)	***85,324	***89,750	***87,058	***92,356
Modelo	(5)	(6)	(7)	(8)
Estimador	FE	FE	RE	RE

Fonte: Elaborada pelos autores.

Notas: Coeficientes (erros padrão); Significância estatística: 1%***, 5% **, 10%*. ^(a) Número positivo menor do que 0,0001; ^(b) Número negativo maior do que -0,0001; ^(c) Teste de Hausman para escolha entre os estimadores de FE e RE; ^(d) Teste de Wald para heterocedasticidade intragrupo (FE); ^(e) Teste de Wooldridge para correlação serial do termo de erro da regressão.

Ao substituir a proporção de diretores independentes pela proporção de diretores externos, obtivemos os resultados apresentados na Tabela 4. Os resultados do teste F indicam a rejeição da hipótese de que o modelo foi mal especificado. A variável *LogAssets* não apresenta significância estatística, assim como nos resultados da Tabela 3. Já a variável que representa o nível de endividamento se torna significativa em 3 dos 4 modelos estimados na Tabela 4. Os resultados podem sinalizar uma preocupação de conselheiros afiliados da empresa com seu nível de endividamento. Sua inclusão no CA pode ser uma sinalização aos credores de que um CA mais independente vetará decisões que possam deteriorar a saúde financeira da empresa (ANDRADE, SALAZAR, CALEGÁRIO et al., 2009).

Outras características relativas à complexidade da empresa não estão relacionadas com a proporção de membros externos presentes no CA. Não foram encontradas relações estatisticamente significativas entre a variável e o fato da empresa ser *holding*, sua idade, índice *Market-to-book* e lucratividade. Os resultados diferem dos apresentados na Tabela 3, mostrando que a decisão da empresa montar seu conselho com membros independentes ou externos está condicionada a diferentes características. Apesar dos resultados da Tabela 3 indicarem que a dualidade ou a presença do CEO no conselho não está relacionada à proporção de membros independentes no órgão, os resultados mudam quando consideramos a proporção de membros externos. Em conselhos onde o CEO está presente ou até é seu *chairman*, espera-se a presença de menos membros independentes ou externos. Os resultados são consistentes com a teoria de que CEOs mais poderosos procuram limitar a presença de membros externos nas estruturas de governança das empresas (BOONE, FIELD, KARPOFF et al., 2007).

Entretanto, não pode ser descartada a hipótese de que a complexidade das empresas por características não mensuradas nos modelos esteja ligada à nomeação do CEO para o CA. Assim, em empresas mais complexas (onde o CEO faz parte do CA), haveria necessidade de inclusão de membros internos, que têm maior quantidade de informações sobre as atividades empresariais. Para a variável *BoardSize*, foram encontradas relações positivas e estatisticamente significativas nos modelos 6 e 8. Esses resultados indicam que CAs maiores demandam mais membros externos em sua estrutura.

TABELA 4
Determinantes da independência do conselho de administração – membros externos

LogAssets	-0,0413 (0,0263)	-0,0221 (0,0205)	-0,0433 (0,0270)	-0,0230 (0,0208)
Debt/Assets	***0,1187 (0,0373)	**0,0674 (0,0338)	***0,1176 (0,0377)	*0,0672 (0,0343)
Holding	0,0176 (0,0157)	0,0062 (0,0135)	0,0183 (0,0159)	0,0069 (0,0137)
FirmAge	-0,0002 (0,0023)	0,0002 (0,0018)	0,0002 (0,0024)	0,0003 (0,0186)
Market-to-book	-0,0014 (0,0015)	-0,0020 (0,0012)	-0,0012 (0,0015)	-0,0018 (0,0012)
ROA	-0,0176 (0,0407)	0,0121 (0,0334)	-0,0162 (0,0403)	0,0127 (0,0330)
CEOChairman	***-0,0687 (0,0195)	–	***-0,0691 (0,0196)	–
CEOonBoard	–	***-0,1527 (0,0128)	–	***-0,1526 (0,0128)
BoardSize	0,0066 (0,0043)	**0,0064 (0,0029)	0,0063 (0,0043)	**0,0062 (0,0029)
_Intercepto	***1,1725 (0,2126)	***1,0759 (0,1611)	***1,1710 (0,2162)	***1,0793 (0,1599)
TimeDummies	NÃO	NÃO	SIM	SIM
Hausman Test ^(c)	***39,94	***20,53	***39,92	**20,73
Maior VIF	1,62	1,62	1,66	1,65
Teste F	***3,46	***21,52	***3,01	***17,43
Wald Test ^(d)	***4,4e+07	***4,7e+08	***8,1e+07	***8,0e+06
Wooldridge Test ^(e)	***27,173	***10,775	***28,408	***11,738
Modelo	(9)	(10)	(11)	(12)
Estimador	FE	FE	FE	FE

Fonte: Elaborada pelos autores.

Notas: Coeficientes (erros padrão); Significância estatística: 1%***, 5% **, 10%*; ^(a) Número positivo menor do que 0,0001; ^(b) Número negativo maior do que -0,0001; ^(c) Teste de Hausman para escolha entre os estimadores de FE e RE; ^(d) Teste de Wald para heterocedasticidade intragrupo (FE); ^(e) Teste de Wooldridge para correlação serial do termo de erro da regressão.

TABELA 5
Determinantes da dualidade do CEO

LogAssets	***-0,4922 (0,1451)	***-0,4752 (0,1462)
Debt/Assets	-0,5202 (0,5071)	-0,5918 (0,5134)
Holding	-0,0783 (0,2077)	-0,0990 (0,2090)

Continua

FirmAge	*0,0057 (0,0034)	*0,0065 (0,0034)
Market-to-book	**-0,1050 (0,0503)	**-0,1071 (0,0509)
ROA	**2,6639 (1,0734)	**2,4365 (1,0871)
_Intercepto	**3,3370 (1,3211)	***3,5288 (1,3382)
TimeDummies	NÃO	SIM
Maior VIF	1,56	1,64
LR	***34,47	***48,73
Positivos corretamente previstos ^(f)	50,00%	50,00%
Negativos corretamente previstos ^(g)	81,59%	81,59%
Modelo	(13)	(14)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Notas: Coeficientes (erros padrão); Significância estatística: 1%***, 5% **, 10%*; ^(a) Número positivo menor do que 0,0001; ^(b) Número negativo maior do que -0,0001; ^(f) Percentual de vezes em que o modelo previu corretamente a dualidade do CEO; ^(g) Percentual de vezes em que o modelo previu corretamente o fato dos cargos de CEO e *chairman* serem ocupados por pessoas distintas.

A Tabela 5 mostra os modelos logísticos que buscaram analisar a relação entre as características da empresa e a nomeação do CEO para o cargo de *chairman*. O coeficiente negativo e estatisticamente significativo para a variável *LogAssets* indica que em empresas maiores é menor a probabilidade do CEO também ser *chairman*. Esse fato está em desacordo com a literatura, que indica que empresas mais complexas podem conservar o CEO como presidente do CA em razão de seu conhecimento especializado sobre a empresa. Uma vez que empresas maiores são mais monitoradas pelo mercado, pode ser que um nível de governança maior nessas empresas influencie o fato de haver pessoas distintas ocupando os dois cargos. Para as outras variáveis que mensuram a complexidade da empresa (Debt/Assets, Holding, FirmAge) não foram encontradas relações estatisticamente significativas entre elas e a probabilidade do CEO também ocupar o cargo de *chairman*.

O coeficiente negativo e significativo para a variável *Market-to-book* indica que em empresas de crescimento é menor a probabilidade de ocorrência de dualidade do CEO. Uma explicação pode relacionar-se ao fato de que em empresas de crescimento, onde a assimetria informacional é considerada maior, cresce a demanda de controles internos mais independentes, que mitiguem o problema de agência por dar menos poderes ao CEO. Por fim, observa-se que a lucratividade está positivamente relacionada à probabilidade do CEO ocupar o cargo de *chairman*. Esses resultados estão de acordo com os pressupostos de Brickley, Coles e Jarrell (1997) de que o CEO consegue manter-se no cargo de *chairman* caso o desempenho da empresa seja bom.

CONCLUSÃO

Muitos estudos consideram que o CA é tão importante que suas características, como tamanho, independência e dualidade do CEO, podem influenciar o desempenho empresarial. Entretanto, pesquisas sobre a relação entre as características das empresas e a forma como o conselho se estrutura são mais escassas. Isso motivou a realização desta pesquisa, cujo objetivo foi investigar quais características empresariais estão relacionadas ao tamanho do CA, a independência de seus membros e o fato do CEO também ocupar o cargo de *chairman*. Buscou-se na literatura uma listagem sobre os principais determinantes da composição do conselho, sendo considerados neste estudo o tamanho da empresa, seu nível de endividamento, a complexidade de seu controlador, sua idade, suas oportunidades de crescimento, seu desempenho e suas características de governança.

Em linha com os resultados obtidos na literatura, observou-se que empresas maiores apresentam um CA formado por um número maior de membros, algo consistente com a hipótese de que empresas maiores (consideradas mais complexas) necessitam de um número maior de membros para lhes atribuir tarefas sem que fiquem sobrecarregados. Ao analisar a independência do conselho, utilizamos o percentual de diretores independentes e externos como *proxies* e obtivemos resultados distintos para cada variável dependente. Observa-se que em empresas controladas por *holdings* e empresas com maior tempo de operação há menor proporção de diretores independentes em seus conselhos. Esses resultados podem relacionar-se ao fato de que os controladores necessitam de conselheiros com maior conhecimento especializado, enviando membros internos ou externos afiliados para suas controladas. A relação negativa entre a lucratividade e a proporção de membros independentes indica que as empresas podem tentar melhorar seus resultados pela inclusão de membros internos ou externos afiliados, que têm mais informações específicas sobre a empresa.

Quando a proporção de membros externos foi utilizada como *proxy* para a independência do conselho, observamos uma relação positiva entre essa variável e o endividamento. Empresas mais endividadas incluem mais membros externos em seus conselhos. A dualidade ou a presença do CEO no conselho estão negativamente relacionadas à proporção de membros externos. Isso pode relacionar-se à tendência de CEOs mais poderosos tentarem limitar a participação de membros mais independentes nos conselhos. Por fim, observa-se que em empresas maiores há menor probabilidade do CEO também ser nomeado como *chairman*. O maior nível de monitoração de empresas de grande porte no mercado financeiro pode ser um fator que as faça adotar melhores práticas de governança, que incluem a atribuição dos cargos de CEO e *chairman* a pessoas distintas. Nota-se, ainda, que em empresas mais lucrativas há maior probabilidade do CEO também assumir o papel de *chairman*, algo consistente com Brickley, Coles e Jarrell (1997).

Futuros estudos podem analisar os determinantes entre outras características da empresa, a forma como o conselho se estrutura e suas atividades. Características pouco exploradas do conselho incluem o número de reuniões corporativas, a inclusão de mulheres ou membros estrangeiros no conselho e o papel do CEO, dependendo das práticas de governança corporativa adotadas pela empresa.

REFERÊNCIAS

- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S.; KAYO, E. K. Estruturas dos conselhos de administração das empresas listadas na Bovespa (2003-2010): determinantes e implicações sobre o desempenho. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 16., 2016, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2016.
- ANDRADE, L. P. D. et al. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração como valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.
- BAKER, M.; GOMPERS, P. A. The determinants of board structure at the initial public offering. *The Journal of Law and Economics*, v. 46, n. 2, p. 569-598, 2003.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive compensation as an agency problem. *The Journal of Economics Perspectives*, v. 17, n. 3, p. 71-92, 2003.
- BOONE, A. L. et al. The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 85, n. 1, p. 66-101, 2007.
- BRICK, I. E.; CHIDAMBARAN, N. K. Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, v. 16, n. 4, p. 533-553, 2010.
- BRICKLEY, J. A.; COLES, J. L.; JARRELL, G. Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, v. 3, n. 3, p. 189-220, 1997.
- BYRD, J. W.; HICKMAN, K. A. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, v. 32, n. 2, p. 195-221, 1992.
- CHENG, S. Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, v. 87, n. 1, p. 157-176, 2008.
- CHOU, H. I.; CHUNG, H.; YIN, X. Attendance of board meetings and company performance: evidence from Taiwan. *Journal of Banking & Finance*, v. 37, n. 11, p. 4157-4171, 2013.
- COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVINE, L. Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, v. 87, n. 2, p. 329-356, 2008.
- EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, v. 48, n. 1, p. 35-54, 1998.
- FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- GONDRIGE, E. O.; CLEMENTE, A.; ESPEJO, M. M. S. B. Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*, v. 9, n. 3, p. 72-95, 2012.
- GUEST, P. M. The determinants of board size and composition: evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, v. 14, n. 1, p. 51-72, 2008.
- HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, v. 19, n. 4, p. 589-606, 1988.
- JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

LEHN, K. M.; PATRO, S.; ZHAO, M. Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, v. 38, n. 4, p. 747-780, 2009.

LIANG, Q.; XU, P.; JIRAPORN, P. Board characteristics and Chinese bank performance. *Journal of Banking & Finance*, v. 37, n. 8, p. 2953-2968, 2013.

LINCK, J. S.; NETTER, J. M.; YANG, T. The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, v. 87, n. 2, p. 308-328, 2008.

MAK, Y. T.; LI, Y. Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, v. 7, n. 3, p. 235-256, 2001.

OLIVEIRA, F. N.; MOSER, E. Determinantes da estrutura de liderança do conselho das empresas brasileiras. 2015. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD397.pdf>>. Acesso em: 13 dez. 2019.

ROSENSTEIN, S.; WYATT, J. G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, v. 26, n. 2, p. 175-191, 1990.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

WEISBACH, M. S. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, n. 20, p. 431-460, 1988.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 2, p. 185-211, 1996.

CARLOS ANDRÉ MARINHO VIEIRA

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8186-9645>

Doutorando em Ciências Contábeis no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB), João Pessoa – PB, Brasil. E-mail: c.andre.mv@gmail.com

EVALDO JOSÉ DA SILVA

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9931-7750>

Doutorando em Ciências Contábeis no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB); Professor no Instituto Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Pará (ICSA/UFPA), Belém – PA, Brasil E-mail: profevaldoufpa@gmail.com

WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2476-7383>

Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UnB/UFPB/UFRN; Professor no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (PPGCC/UFPB), João Pessoa – PB, Brasil. E-mail: wdllucena@yahoo.com.br