



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
DOUTORADO *STRICTO SENSU* EM ADMINISTRAÇÃO**

**RAIMUNDO MARCIANO DE FREITAS NETO**

**ENSAIOS SOBRE A ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO  
EM COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA B3**

**NATAL-RN  
2019**

**RAIMUNDO MARCIANO DE FREITAS NETO**

**ENSAIOS SOBRE A ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO  
EM COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA B3**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Norte como requisito parcial à obtenção do grau de Doutor em Administração.

Orientador: Anderson Luiz Rezende Mól, Dr.

**NATAL-RN  
2019**

Freitas Neto, Raimundo Marciano de.

Ensaaios sobre a atuação do Conselho de Administração em companhias listadas no Novo Mercado da B3 / Raimundo Marciano de Freitas Neto. - 2019.

101f.: il.

Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Administração. Natal, RN, 2019.

Orientador: Prof. Dr. Anderson Luiz Rezende Mól.

1. Papel do Conselho de Administração - Tese. 2. Estrutura de Controle - Tese. 3. Lei das Sociedades Anônimas - Tese. 4. Isomorfismo - Tese. 5. Custo de capital - Tese. I. Mól, Anderson Luiz Rezende. II. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. III. Título.

RN/UF/Biblioteca do CCSA

CDU 658:336.76

**RAIMUNDO MARCIANO DE FREITAS NETO**

**ENSAIOS SOBRE A ATUAÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO  
EM COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA B3**

Tese apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Doutor em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Aprovada em: 08 de maio de 2019.

**BANCA EXAMINADORA**

**Anderson Luiz Rezende Mól, Dr.**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte – UFRN  
Orientador

**Alexandro Barbosa, Dr.**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte – UFRN

**Vinício de Souza e Almeida, Dr.**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte – UFRN

**Orleans Silva Martins, Dr.**

Universidade Federal da Paraíba– UFPB

**Wilson Toshiro Nakamura, Dr.**

Universidade Presbiteriana Mackenzie

## RESUMO

A presente tese teve três objetivos principais, articulados na forma de três artigos interconectados, que partilham a temática do papel do Conselho de Administração (CA) nas firmas do Novo Mercado da bolsa de valores brasileira e que o inferem de acordo com a análise de conteúdo das atas das reuniões dos Conselhos, usando um esquema de classificação baseado na metodologia de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013). O primeiro trata da análise do papel do Conselho de Administração sob a ótica das teorias da Agência, da Riqueza Socioemocional e da Abordagem Legalista. Verificou-se que o papel predominantemente exercido pelos Conselhos é o de gerenciamento das companhias, em oposição a ênfase nas atividades de monitoramento, esperada à luz da Teoria da Agência. Esse resultado se sustenta mesmo em empresas familiares, divergindo dos argumentos teóricos preconizados pela Riqueza Socioemocional, e não aparenta ser influenciado significativamente pela presença de *blockholders*. Além disso, notou-se que as demandas da Lei das Sociedades Anônimas em relação à forma de atuação dos Conselhos representam menos da metade da atividade reportada por eles, de forma que não se pode argumentar ser o fator determinante para a caracterização do perfil. Por fim, observou-se que não há um padrão associativo entre a composição do Conselho e o perfil de atuação predominante, sugerindo que atributos como quantidade de membros, independência e diversidade de gênero são insuficientes para direcionar as atividades dos Conselhos. O segundo objetivo foi identificar se os Conselhos de Administração de firmas brasileiras têm apresentado determinado nível de isomorfismo institucional e qual a influência do compartilhamento de conselheiros sobre esse processo. Foi verificado que os perfis de atuação dos CA são estatisticamente diferentes entre si, tanto quando a análise é realizada com todo o conjunto de empresas do Novo Mercado, ou quando individualizada por setor. Além disso, não foi detectada relevância do *interlock* para a definição da similaridade de funções entre os CA, e, assim, não foram encontradas fortes evidências da presença das formas isomórficas coercitiva, mimética e normativa. O terceiro objetivo foi analisar a influência do perfil de atuação predominante do Conselho de Administração sobre o custo de capital próprio e de terceiros, à luz da Hipótese da Redistribuição de Riquezas e da argumentação das teorias da Agência e da Dependência de Recursos. Para o custo de capital próprio, foi identificado que a frequência das reuniões é um fator fundamental para a efetividade da atuação dos conselhos, e que a ênfase na atividade supervisória pode representar a redução desse custo. Não foi identificada relação sistemática entre o custo de capital de terceiros e a forma de atuação dos Conselhos de Administração. Assim, também não se pôde constatar que há percepção convergente entre credores e acionistas, e as evidências não permitem asseverar que o Asset Substitution Problem é um problema real para o mercado brasileiro, posto que não há sinais contrários em relação às práticas de Governança Corporativa. Dessa forma, sugere-se que a adoção de uma postura dos CA orientada ao monitoramento pode produzir melhor estrutura de capital, já que beneficia pelo menos uma das classes de *stakeholders* da companhia.

**Palavras-chave:** Papel do Conselho de Administração. Estrutura de controle. Lei das Sociedades Anônimas. Isomorfismo. Custo de Capital.

## ABSTRACT

This thesis has three main objectives, separated in three interconnected articles which share a common theme – the role played by the board of directors of firms listed on B3's Novo Mercado – and a common method to infer this role: a content analysis of the board meetings minutes, based on a classification scheme proposed by Schwartz-Ziv and Weisbach (2013). The first objective was an analysis of the role played by the boards under three theoretical settings: Agency Theory, Socioemotional Theory, and Legalist Approach. We found that the primary role played by boards was the managerial one, opposing the theoretical Agency proposition that it should be supervisory. This result is also held for a subset of family-managed companies, diverging from the Socioemotional theoretical background, and does not seem to be influenced by the presence of blockholders in the firm's ownership structure. Besides, it was verified that the Brazilian Corporate Law is associated with less than half of the boards' reported work and thus cannot be argued as being the quintessence of its role; and that there is no associative pattern between board composition and its main role, which translates into the number of members, independence and gender diversity being insufficient to direct board activities. The second objective was to analyze if boards have been displaying any level of institutional isomorphism and whether director interlocking influences this process. We found no systematic similarity between boards' roles when aggregated at Novo Mercado or Industry levels. Besides, there is no evidence of interlocked boards having more similar roles than the ones which do not share directors. It was concluded that boards are not being subject to significant influences from coercive, mimetic, or normative isomorphic pressures. The third objective was an analysis of the influence of board role over the cost of capital, using as theoretical background Agency and Resource Dependence theories, and the wealth redistribution hypothesis. Meeting frequency was found to be necessary for the effectivity of board role, and that emphasizing supervisory duties is associated with a discount in the cost of equity. As we found no evidence of a relationship between the cost of debt and the role played by boards, we cannot infer that there is a substantial divergence between the interests of shareholders and debtholders. Thus, adopting a monitoring-oriented approach should improve the capital structure of the company, as it benefits at least one class of stakeholders.

**Keywords:** Board of Directors' role. Ownership structure. Brazilian Corporate Law. Isomorphism. Cost of capital.

## AGRADECIMENTOS

Essa jornada não teria sido possível sem as boas companhias que tive – dentro e fora da universidade. Inicialmente, tenho muito a agradecer a minha família, especialmente meus pais – Marciano Júnior e Andréa Peixoto – e minha irmã Kalina Yasmin.

Naturalmente, é merecido um agradecimento especial ao meu orientador, prof. Anderson Mól, pelo apoio constante durante esses seis anos, incluindo Mestrado e Doutorado, e a toda a equipe que forma o Programa de Pós-Graduação em Administração da UFRN. Também é merecido um agradecimento ao prof. Alexandro Barbosa, que desde a graduação acompanha minha trajetória acadêmica e me incentiva a seguir firme nela.

Importa mencionar o apoio dos que seguiram a mesma trilha e compartilharam das mesmas alegrias e intempéries. Aos colegas da turma de Doutorado, dentre os quais destaco Giovanna Segantini, Gilson Gomes, Thayse Hanne, Mariana Melo e André Rocha; aos veteranos, Bruno Campelo, Felipe Neves e Miller D’Anjour; e aos colegas das bases de pesquisa, em particular Rodrigo Fonseca, Lemuel Lemos e Ruan Rodrigo.

Também destaco os colegas docentes das duas Instituições de Ensino de que participei DCC-UFRN e IFRN Nova Cruz –, com os quais não apenas aprendi muito, mas cujo incentivo também foi um diferencial.

Por último, mas não menos importante, sempre reconforta-me saber que posso contar com tantos tão bons amigos. Alguns de longa data – João Lapolli, Moacir Fernandes, Pedro Ubarana, Tânia Freitas, Pedro Dantas, Charlyene Souza, Ana Martha, Pedro Yochinori, Raul Gorgônio e Leonardo Machado – outros que angariei ao longo da trajetória acadêmica, quer como colegas de sala ou eventualmente como professor e aluno. Dentre estes, destaco Marke Geisy, Yuri Azevedo, Márcio Quirino, João Joaquim, Arlindo Nonato, Zé Mauro, Felipe Silva, Boanerges Soares, Luís Esteves e Marcelo Ermel.

A todos, muito obrigado!

## LISTA DE TABELAS

### Primeiro Ensaio

<b>Tabela 1.</b> Dimensões relacionadas ao papel do Conselho de Administração.....	p. 27
<b>Tabela 2.</b> Segmentação dos papéis dos Conselhos de Administração, por ano.....	p. 29
<b>Tabela 3.</b> Escore de Mudança.....	p. 31
<b>Tabela 4.</b> Relação <i>blockholders</i> x empresas familiares.....	p. 31
<b>Tabela 5.</b> Decisões x Gestão Familiar.....	p. 32
<b>Tabela 6.</b> Perfil dos Conselhos de Administração, distribuído de acordo com a quantidade de <i>blockholders</i> .....	p. 33
<b>Tabela 7.</b> Análise do perfil do Conselho de Administração de acordo com expectativas baseadas na LSA.....	p. 35

### Segundo Ensaio

<b>Tabela 1.</b> Segmentação dos papéis por ano.....	p. 50
<b>Tabela 2.</b> Análise do perfil de atuação em função do setor da economia e do período.....	p. 51
<b>Tabela 3.</b> Análise do perfil de atuação de empresas de mesmo setor.....	p. 52
<b>Tabela 4.</b> Perfil médio dos <i>interlocks</i> por empresa.....	p. 53
<b>Tabela 5.</b> Teste de hipóteses em relação aos <i>interlocks</i> .....	p. 54
<b>Tabela 6.</b> Análise <i>interlock</i> por setor.....	p. 56

### Terceiro Ensaio

<b>Tabela 1.</b> Relação das variáveis do estudo.....	p. 69
<b>Tabela 2.</b> Estatísticas descritivas.....	p. 72
<b>Tabela 3.</b> Correlação por Kendall's Tau.....	p. 73
<b>Tabela 4.</b> Influência do perfil do Conselho de Administração sobre o custo de capital próprio.....	p. 75
<b>Tabela 5.</b> Influência do perfil do Conselho de Administração sobre o custo de capital de terceiros.....	p. 77

### Apêndice A

Esquema de codificação baseado na Lei 6.404/1976.....	p. 93
---	-------

### Apêndice B

Conexão entre papéis, grupos e tópicos.....	p. 101
---	--------

### Apêndice C

Distribuição percentual dos tópicos de decisão, por ano.....	p. 102
--	--------



## LISTA DE SIGLAS

ARCA	Ata de reunião do Conselho de Administração
Anova	Análise de Variância
B3	B3 S.A. Brasil Bolsa Balcão
CA	Conselho de Administração
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
LSA	Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6.404/1976
MDA	Multiple Directorship Approach
TDR	Teoria da Dependência de Recursos

## SUMÁRIO

<b>Apresentação do Trabalho.....</b>	<b>12</b>
<b>Primeiro Ensaio:.....</b>	<b>16</b>
<b>Análise do papel desempenhado pelo Conselho de Administração em firmas listadas no Novo Mercado da B3.....</b>	<b>16</b>
<b>Resumo.....</b>	<b>16</b>
<b>1 Introdução .....</b>	<b>17</b>
<b>2 Revisão da Literatura e desenvolvimento das hipóteses .....</b>	<b>19</b>
2.1 Teoria da Agência e Abordagem da Riqueza Socioemocional.....	20
2.2 Abordagem Legalista .....	22
<b>3 Metodologia .....</b>	<b>26</b>
<b>4 Resultados.....</b>	<b>28</b>
4.1 Perfil de atuação dos Conselhos de Administração brasileiros.....	29
4.2 Interação entre acionistas e o papel do conselho de administração: empresas com gestão familiar e <i>blockholders</i> .....	31
4.3 Análise do perfil de atuação dos Conselhos de Administração em relação à LSA ....	34
4.4 Papel do Conselho e Atributos de Composição: evidências para o Brasil.....	35
<b>5 Considerações Parciais .....</b>	<b>37</b>
<b>Segundo Ensaio:.....</b>	<b>40</b>
<b>Atuação dos Conselhos de Administração em companhias do Novo Mercado: um caso de compartilhamento de perfis e de Isomorfismo Institucional? .....</b>	<b>40</b>
<b>Resumo.....</b>	<b>40</b>
<b>1 Introdução .....</b>	<b>41</b>
<b>2 Aspectos Teóricos.....</b>	<b>42</b>
<b>3 Metodologia .....</b>	<b>47</b>
3.1 Dados .....	47
3.2 Análise do perfil dos Conselhos de Administração .....	48
3.3 Isomorfismo via <i>interlock</i> .....	49
<b>4 Resultados.....</b>	<b>50</b>
<b>5 Considerações Parciais .....</b>	<b>56</b>
<b>Terceiro Ensaio:.....</b>	<b>60</b>
<b>Reflexos do papel do Conselho de Administração sobre o custo de capital das firmas do Novo Mercado da bolsa de valores brasileira .....</b>	<b>60</b>

<b>Resumo.....</b>	<b>60</b>
<b>1 Introdução .....</b>	<b>61</b>
<b>2 Aspectos Teóricos.....</b>	<b>63</b>
2.1 Desenvolvimento do modelo teórico .....	64
<b>3 Metodologia .....</b>	<b>68</b>
3.1 Amostra, Dados e Operacionalização das Variáveis .....	68
3.2 Questões Econométricas .....	70
<b>4 Resultados e discussão .....</b>	<b>72</b>
<b>5 Considerações parciais .....</b>	<b>79</b>
<b>Conclusões .....</b>	<b>82</b>
<b>Referências .....</b>	<b>84</b>
<b>Apêndice A. Esquema de codificação conforme a Lei 6.404/1976.....</b>	<b>93</b>
<b>Apêndice B. <i>Guidelines</i> de codificação das decisões .....</b>	<b>94</b>
<b>Apêndice C. Distribuição percentual dos tópicos de decisão, por ano.....</b>	<b>102</b>

## **Apresentação do Trabalho**

O Conselho de Administração (CA) é frequentemente citado na literatura acadêmica como o principal órgão de monitoramento das empresas (Zahra & Pearce, 1989; Jensen, 1993), o que evidencia a importância esperada de sua atuação. No caso brasileiro, todas as empresas de capital aberto, independentemente de suas intenções e por força de Lei 6.404/1976, devem possuir um CA.

Este fato gera duas possibilidades: i) caso as empresas realmente percebam a importância dessa estrutura de gestão em seus organogramas, a inclusão dela deveria surgir de forma espontânea, sendo desnecessária a imposição normativa; e ii) conforme descrito por Hermalin e Weisbach (2003), caso os atores do mercado de capitais entendessem que a imposição possui um custo-benefício negativo para as companhias, haveria *lobby* suficiente para a extinção de tal regulamentação e a regra eventualmente perderia sua eficácia.

Ademais, a motivação teórica para a compulsoriedade não é clara e a função a ser desempenhada pelos Conselhos é discutida em diversas abordagens teóricas. Para a Teoria da Agência, o Conselho deve atuar como supervisor da gestão empresarial, representando os acionistas (Jensen & Meckling, 1976), enquanto a Teoria do Bom Representante alega que os poderes gerenciais devem estar centralizados na figura do Diretor Presidente (CEO), de forma a facilitar a implementação de políticas gerenciais (Donaldson & Davis, 1991), reforçando a atuação de acompanhamento e aconselhamento por parte dos conselheiros. Complementarmente; e, para a Dependência de Recursos, o Conselho tem a missão de capturar recursos e de promover a interação com o ambiente, além de colaborar com a legitimação da organização (Pfeffer & Salancik, 1976).

Os estudos sobre os Conselhos de Administração brasileiros têm se sustentado em bases teóricas, como as supracitadas, para desenhar uma atuação esperada dos CA e estabelecer relações entre características do Conselho ou de seus membros com atributos da firma. Exemplificativamente, é o caso de Lay, Gonçalves e Cunha (2017), que analisam como a presença de mulheres no CA pode afetar o *audit delay* das companhias, e de Dal Vesco e Beuren (2016), que estudam como a composição do Conselho pode afetar o desempenho financeiros das companhias.

Esse tipo de abordagem tende a não discutir se os Conselhos realmente têm exercido as atividades que as correntes teóricas a eles atribuem. Nesse sentido, dois estudos possuem propostas explícitas: Martins e Rodrigues (2005), por meio de questionários aplicados

diretamente a conselheiros de firmas de capital aberto, investigam a percepção quanto a própria atuação; e Freitas Neto e Mól (2017), que analisaram evidências produzidas pelos Conselhos em relação ao seu próprio trabalho – as atas das reuniões.

Ambos apresentam indícios de que, mesmo reconhecendo a importância da atividade supervisória do CA, o monitoramento não necessariamente é a atividade que tem sido desenvolvida com maior frequência pelos conselheiros. Ao passo que esses resultados, em si, não desqualificam a atividade supervisória, induzem a um questionamento sobre a relação do Conselho de Administração com os demais atributos da companhia, já que explicações supostamente consolidadas para fenômenos gerenciais podem estar subdimensionando a interferência dos conselheiros sobre o processo de tomada de decisão.

Dessa forma, o presente estudo analisa o papel exercido pelos Conselhos de Administração das companhias listadas no Novo Mercado da bolsa de valores brasileira e seus reflexos sobre o curso de capital. Estruturado na forma de três artigos, discute-se, no primeiro, a aderência da atividade dos Conselhos de firmas de capital aberto sediadas no Brasil a abordagens teóricas frequentes, nominalmente a Teoria da Agência, a Teoria da Riqueza Socioemocional e a Abordagem Legalista.

Nenhuma dessas três correntes entende os CA como instituições eminentemente gerenciais, cabendo a eles exercer o monitoramento, a fim de evitar problemas de conduta dos agentes; ou o exercício do mandato jurídico que lhes é outorgado pela lei corporativa e pelo estatuto social, o que pode incluir, além do processo supervisório, certo grau de participação em decisões, como a definição de políticas empresariais. Essa postura é reforçada, no caso brasileiro, pela autorregulação local, na medida que o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) afirma, em seu código de melhores práticas, que o CA atua no monitoramento da gestão, não devendo interferir em questões operacionais.

Assim, compreender se as práticas dos Conselhos convergem para o prescrito pelas bases teóricas, permite um melhor delineamento de estudos sobre o tema. Para isso, são considerados o aspecto geral do Novo Mercado, as evidências para as empresas familiares, o papel da legislação na definição do perfil de atuação dos CA e, por fim, como atributos de composição citados em pesquisas, se relacionam com o papel discriminado pela análise das evidências de atuação.

Na sequência, o segundo ensaio trata da interação entre Conselhos, buscando entender se há convergência entre os perfis de atuação nos níveis setorial e do segmento de listagem Novo Mercado; e em firmas entre as quais há compartilhamento de conselheiros (*interlocking*). Essa discussão se dá à luz das teorias da Dependência de Recursos e

Institucional, que prescrevem possíveis motivos para a similaridade de atuação entre os CA, como o uso do *interlock* para a disseminação de boas práticas de gestão. Com isso, é avançado o entendimento sobre o isomorfismo mimético presente nas estruturas de governança, um dos indicativos estratégicos das companhias.

Por fim, o terceiro artigo trata da relação entre o custo de capital da firma e o perfil de atuação do Conselho, sob a perspectiva dos interesses dos *stakeholders* e do *asset substitution problem*. Parte-se da premissa que acionistas e credores podem se beneficiar de práticas de governança diferentes e que, portanto, poderiam ter expectativas divergentes quanto a forma de atuação dos Conselhos.

Nesse sentido, após a aferição, no primeiro ensaio, do papel desempenhado pelos Conselhos de Administração, é possível inferir se há responsabilidade direta dos CA sobre desempenho e políticas empresariais por meio de deliberações relacionadas ao gerenciamento da companhia; ou indireta, quando o perfil de atuação dos Conselhos é predominantemente direcionado a atividades de natureza supervisória, como a garantia da qualidade da informação dos relatórios financeiros.

Dessa forma, os três ensaios apresentam como tema comum o estudo do perfil do Conselho de Administração, metodologicamente derivado da análise de atas de reuniões do CA por meio de análise de conteúdo. Para tanto, adapta-se as propostas de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) e Freitas Neto e Mól (2017). Além disso, os três estudos possuem como objeto de análise as firmas listadas no Novo Mercado da B3 S.A. Brasil Bolsa Balcão (B3), um indicativo das empresas que potencialmente adotam as melhores práticas de governança corporativa, o que deve refletir sobre a seleção e remuneração de conselheiros e condições de trabalho, tal qual a constituição de comitês e o fornecimento de informações tempestivas.

A presente tese trata da aderência das abordagens teóricas acerca dos Conselhos de Administração à prática por eles desenvolvida. Contribui para o entendimento da aplicabilidade das teorias, posto que Freitas Neto e Mól (2017) apresentam evidências de que o papel dos Conselhos converge para a atividade gerencial.

Com isso, expande-se o conhecimento acerca das premissas de literaturas importadas, como é o caso da Teoria da Agência, pautada em um cenário de capitais dispersos, divergente da realidade brasileira, em que é necessária a regulação de mecanismos para dificultar a concentração, como a limitação da quantidade de ações preferenciais pela Lei 10.303/2001; ou de liquidez, a exemplo da obrigatoriedade de níveis de *free float* na bolsa de valores brasileira. Em havendo premissas diferentes, dúvidas são suscitadas quanto a adequação de resultados nela baseados.

Desse modo, os resultados permitem argumentar que o modelo atual de gestão das empresas difere, em média, do esperado a partir do sistema de governança corporativa atualmente desenhado pelo IBGC, que define, dentro da missão do CA, a não interferência em assuntos operacionais (IBGC, 2009). Assim, confundindo-se o sistema de controle da decisão e o de tomada de decisão, pode-se haver perda quanto a qualidade do sistema de governança (Fama, 1980), causando um efeito similar ao que pretendia-se evitar quando da separação entre as presidências Executiva e do Conselho de Administração no Novo Mercado da B3.

Ademais, percebe-se que não há convergência entre os perfis dos Conselhos. Dessa forma, presume-se que não são instituições meramente cerimoniais, burocráticas, mas que adquirem características próprias conforme as empresas em que estão inseridos, ainda que haja compartilhamento de Conselheiros com outras companhias, dentro ou fora do segmento de atuação. Nesse sentido, percebe-se que o efeito dos interlocks, embora possa alterar o conteúdo das discussões dos Conselhos, atendendo à expectativa da captura de recursos, não tem modificado substancialmente o seu funcionamento.

Destaca-se, por fim, que a qualidade da atuação dos Conselhos, verificada pelo seu impacto sobre o custo de capital da firma, é reforçada pela frequência com que os membros se encontram. Em alguns casos, nota-se que os membros do CA se reúnem apenas com a pauta de análise dos relatórios trimestrais, o que sugere o mero atendimento ao *compliance*; contudo, é frequente que os encontros ocorram com maior regularidade e isso se traduza em um melhor acompanhamento da firma, o que, eventualmente, gera resultados melhores para ambos investidores e credores.

## **Primeiro Ensaio:**

### **Análise do papel desempenhado pelo Conselho de Administração em firmas listadas no Novo Mercado da B3**

#### **Resumo**

Esta pesquisa tem o objetivo de analisar o papel desempenhado pelos Conselhos de Administração das companhias listadas no Novo Mercado da bolsa de valores brasileira sob a ótica das teorias da Agência e da Riqueza Socioemocional e da Abordagem Legalista. Inicialmente, foi necessário traçar o perfil dos Conselhos de cada empresa, tendo sido utilizado uma versão adaptada dos esquemas de codificação de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) para analisar as atas das reuniões dos Conselhos de Administração de empresas do referido segmento de listagem. Verificou-se que a função predominante dos Conselhos tem sido a gerencial, contrapondo a expectativa teórica de que haveria ênfase em atividades de monitoramento, e esse resultado se manteve para o subgrupo de empresas com gestão familiar. A forma de atuação dos Conselhos apresenta pouca variação no tempo e não está associada a escolhas específicas de composição, como a quantidade de membros efetivos, a independência dos conselheiros ou a diversidade de gênero. Além disso, foi detectado que menos da metade das decisões dos Conselhos está relacionada às obrigações constantes da legislação corporativa, indicando que eles têm exercido funções autonomamente atribuídas pelas companhias de que participam, sendo um indicativo de validade de sua existência. Ademais, nota-se que a existência do Conselho está excedendo, em diversas frentes, as obrigações mínimas, sugerindo que a manutenção de sua existência não se deve ao mero *compliance* legal. Conjuntamente, os resultados sugerem que a avaliação da atuação dos Conselhos deve considerar a sua interferência na gestão empresarial, sendo insuficiente presumir tão somente uma atuação supervisória, e potencialmente concorrente com a atuação da Diretoria Executiva da companhia.

**Palavras-chave:** Papel. Monitoramento. Supervisão. Gestão Familiar. Lei das Sociedades Anônimas.



## 1 Introdução

A literatura sobre Governança Corporativa trata o Conselho de Administração (CA) como uma estrutura fundamental para o monitoramento das atividades da diretoria executiva (Jensen & Meckling, 1976; Zahra & Pearce, 1989; Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996), postura suportada pelas orientações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), que reconhece como atividades de destaque do CA a discussão, aprovação e o monitoramento de decisões.

Com efeito, muito do que se constrói academicamente em relação aos Conselhos baseia-se nessa premissa, ao ponto que, embora existam diversas classificações para a atividade desempenhada pelos Conselhos de Administração (Zahra & Pearce, 1989; Schwartz-Ziv & Weisbach, 2013), não há uma corrente teórica consolidada que defenda a interferência ativa do CA sobre a gestão empresarial.

Cite-se que para a Teoria do Bom Representante o desvio da atividade supervisória pode ser inclusive detrimental, dado que o poder gerencial deveria estar centrado na figura da diretoria executiva (Donaldson & Davis, 1991); enquanto que para a Teoria da Riqueza Socioemocional (RSE), a proteção da dinastia familiar é elemento crucial da gestão, cabendo ao Conselho a busca da defesa da reputação empresarial via atividades de monitoramento e aconselhamento, e não da condução própria dos negócios (Gomes-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson, & Moyano-Fuentes, 2007).

Entretanto, é comum que pesquisas envolvendo os Conselhos de Administração atribuam a ele um papel teórico, derivado de um “dever-ser” que não necessariamente reflete o que de fato é exercido. Nessa seara, ressalte-se que poucos estudos se dedicaram a analisar qual o papel do CA de firmas localizadas no Brasil. Martins e Rodrigues (2005) verificaram-no a partir da percepção dos próprios conselheiros, sugerindo que a atuação está direcionada a atividades de controle; o que diverge dos resultados reportados por Freitas Neto e Mól (2017), que apresentam evidências de que os Conselhos têm centrado suas decisões em tópicos de caráter gerencial, de forma que a atuação pode não estar sendo satisfatoriamente explicada pelas correntes teóricas principais.

Nenhum desses estudos estava efetivamente dedicado a uma análise segundo as abordagens teóricas. Martins e Rodrigues (2005) baseiam-se no *framework* de Zahra e Pearce (1989) e analisam as respostas de conselheiros, descrevendo os resultados e os enquadrando-os nas categorias anteriormente propostas. Freitas Neto e Mól (2017) usam a classificação de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) para determinar o papel predominante do Conselho e, a

partir disso, verificar quais são os determinantes daquele perfil de atuação. Embora tenham detectado a relação entre variáveis de governança e a maior probabilidade de um perfil de atuação, Freitas Neto e Mól (2017) não se dedicam a analisar a adequabilidade dos papéis empiricamente verificados para o caso brasileiro com as correntes teóricas que frequentemente são utilizadas para descrever o “dever-ser” dos CA.

Dessa forma, o que ora se propõe é analisar o papel desempenhado pelos Conselhos de Administração das companhias listadas no Novo Mercado da bolsa de valores brasileira sob a ótica das teorias da Agência e da Riqueza Socioemocional e da Abordagem Legalista. Inicialmente, parte-se da TA e da RSE para construir uma hipótese acerca da predominância do perfil supervisorio de atuação, no agregado das empresas e no subconjunto de companhias com gestão familiar.

Em seguida, reconhece-se que os poderes dos Conselhos de Administração emanam precipuamente da Lei das Sociedades Anônimas (LSA, Lei n. 6.404/1976), de forma que analisar a relação entre a legislação e a forma de atuação pode prover *insights* acerca do direcionamento causado pelo ambiente legal, sob a perspectiva de que o excesso de regulamentação poderia ser explicativo para o comportamento divergente da expectativa teórica.

Metodologicamente, a atuação do Conselho tem sido presumida e expressada por meio de *proxies* de estrutura e organização, centradas em aspectos formais do CA, como o grau de independência e a quantidade de conselheiros; ou decisões pontuais, ainda que relevantes para a empresa, a exemplo dos estudos sobre CEO *turnover* (e.g. Jenter & Kanaan, 2015; Weisbach, 1988). Essa abordagem é limitada pela ausência de captura do que é efetivamente tratado em reuniões: apesar de ser uma decisão significativa para a gestão da empresa, é apenas uma parte do todo.

Nesse sentido, o presente estudo utiliza uma abordagem baseada em evidências para a determinação do papel do CA, codificando as decisões constantes das Atas das Reuniões do Conselho de Administração (ARCA). Com isso, espera-se estar mais próximo da atuação do CA do que as aferições indiretas comumente utilizadas. Nos termos de Demb e Neubauer (1992), relatórios anuais são uma medida pobre do trabalho dos Conselhos, de forma que as atas, documento com maior frequência dentre os publicados pelo CA, é preferível em detrimento de diversos outros disponíveis.

Ainda assim, apesar das vantagens relacionadas à frequência de publicação e ao conteúdo, importa destacar que algumas informações sobre a atuação dos conselheiros, como discussões fora do *boardroom*, não estão inclusas nas atas.

Os resultados sugerem que o Conselho tem absorvido parte da responsabilidade gerencial, que, a princípio, caberia à Diretoria Executiva, o que pode ser um indicativo de que ainda há a necessidade de uma teoria que explique o funcionamento dos Conselhos de Administração das firmas localizadas no Brasil. Além disso, reforça a validade atribuída aos CA, dado que têm desempenhado atividades que excedem o demandado pela legislação brasileira.

Os achados apresentados podem balizar futuros estudos, na medida em que se atribui parte da responsabilidade pelo resultado das companhias aos Conselhos não apenas de forma indireta, como seria o caso de tentar evitar o gerenciamento oportunístico de resultados (e.g. Caskey & Laux, 2016), mas por meio da participação no processo decisório das companhias. Para o mercado, o trabalho pode servir como um ponto para discussão acerca da eficiência do atual modelo de gestão, dada a existência de duas classes com possibilidade de atuação gerencial – o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva.

Adicionalmente, do ponto de vista regulatório, o estudo contribui com o entendimento da forma de atuação dos Conselhos de Administração. Inicialmente, pela análise de que a Lei das Sociedades Anônimas não está interferindo sobremaneira na atuação dos CA. Ademais, pode ser utilizada pelas instituições ligadas à autorregulação, cujas decisões políticas podem ser avaliadas quanto à eficácia. Cite-se a relação entre a proibição da dualidade do CEO com o fortalecimento da atividade supervisória dos Conselhos – postura endossada pelo IBGC (IBGC, 2009) – o que, no agregado do Novo Mercado, parece não ocorrer, posto que o papel predominante tem sido o gerencial.

## **2 Revisão da Literatura e desenvolvimento das hipóteses**

O papel desempenhado pelo Conselho de Administração tem recebido diversas classificações, de acordo com as bases utilizadas para seu entendimento. Para Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), as funções do Conselho podem ser segregadas em dois tipos: Gerenciamento, em que os conselheiros participam ativamente da gestão, estando envolvidos em questões como o processo orçamentário, decisões financeiras e de investimento, escolha de projetos de negócios; e Supervisão, no qual se enfatiza o monitoramento das atividades da diretoria executiva, revisando contratos e demonstrativos financeiros, lidando com as auditorias interna e externa e outras questões formais ou legais.

Essa segmentação é diretamente comparável à de Fama (1980), que endossa a função do CA como sendo a de monitoramento, cabendo a operação e a condução dos negócios aos

diretores executivos. Essa perspectiva deriva de premissas diferentes da Teoria da Agência, na medida em que trata a separação de propriedade e gestão como intrínseca à relação entre acionistas e diretores.

A perspectiva de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) também é bastante compatível com a proposta tríplice de Zahra e Pearce (1989), incorporando as questões estratégicas dentro da atividade de gerenciamento. É, contudo, de difícil conciliação com Johnson et al (1996), visto que não apenas descarta um dos principais construtos – a função dependência de recursos – como segrega atividades alocadas em cada um dos outros dois de forma distinta.

Exemplificativamente, enquanto Johnson et al (1996) incluem o monitoramento da gestão como uma atividade de controle, Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) classificam-na como uma atividade supervisória. Outro aspecto do controle, para Johnson et al (1996), a contratação e demissão de executivos é, por Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), entendida como uma atividade gerencial, por tratar-se de uma questão de deliberação efetiva do conselho com impacto direto na gestão da companhia.

É interessante notar que a lei corporativa brasileira trata a ambos Diretoria Executiva e Conselho de Administração como administradores da companhia, havendo, neste discurso, um quesito intrínseco de gerenciamento. Embora certos pontos de atuação sejam bem delineados, a maioria dos itens elencados na Lei 6.404/1976 são de responsabilidade difusa. Em todo caso, é certo que a análise do ambiente normativo é relevante para entender o funcionamento das corporações, especialmente em um país baseado no sistema jurídico Civil Law.

## **2.1 Teoria da Agência e Teoria da Riqueza Socioemocional**

Uma forma clássica de descrever a função do Conselho de Administração é baseada na Teoria da Agência. Havendo conflito entre o principal e o agente, maximizadores das próprias utilidades, o principal incorre em custos de agência, no intuito de garantir uma atuação satisfatória do agente (Jensen & Meckling, 1976). Entre os esforços de monitoramento, está a implantação do Conselho de Administração, que, na definição de Jensen (1993), consiste no ponto máximo do controle interno da firma.

Ademais, é função do CA a definição de regras para o CEO, além da contratação, demissão e compensação financeira deste. Um bom Conselho deve ser capaz de prover as necessidades em termos de cultura organizacional e de ser um organismo de suporte para atacar os problemas críticos da companhia (Jensen, 1993). Contudo, para que o controle seja

efetivo, é importante que haja a separação entre a estrutura de monitoramento e o processo de tomada de decisão (Fama & Jensen, 1983).

No sentido de Fama e Jensen (1983), a dualidade do CEO é detrimental para a companhia, ao coibir a autonomia da fiscalização. O Novo Mercado da B3 implicitamente reconhece o valor dessa proposição, ao demandar que as firmas não cumulem os cargos de presidência em um único indivíduo, que também é empiricamente corroborada pelos resultados de Tang (2017) e Jermias e Gani (2014).

A abordagem supervisória tem sido adotada em estudos que tratam sua eficácia como reflexo da independência dos conselheiros, sendo apontado que essa característica pode afetar a estrutura de capital (Alves, Couto, & Francisco, 2015), estar associada a melhor desempenho financeiro da companhia (Uribe-Bohorquez, Martínez-Ferrero, & García-Sánchez, 2018) e que pode ser menos efetiva que o esperado por questões de déficit informacional (Cavaco, Crifo, Rebérioux, & Roudat, 2017). Em todos os casos, os argumentos são consistentes quanto ao fato de que o poder de monitoramento dos CA afeta o gerenciamento da companhia.

Contudo, do ponto de vista da rotina dos Conselhos, é provável que algum nível de decisões gerenciais recaia sobre os conselheiros, a exemplo da concessão de bens em garantias a terceiros, de forma que o monitoramento constituir-se como a atividade principal não implica a ausência de atividade gerencial, de forma similar ao reportado por Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) para empresas israelenses. Com base nesses pressupostos, formula-se a primeira hipótese, sendo assumido que, embora não de forma exclusiva, a maior parte de atuação do CA está vinculada ao controle das decisões, em oposição a tomada de decisão.

H1. O papel predominante dos Conselhos de Administração é o supervisório.

Importa ressaltar que a Teoria da Agência presume que o gerenciamento da companhia é exercido pelo agente e foi constituída, no trabalho de Jensen e Meckling (1976), a partir de um cenário de capital disperso. Conforme Santiago-Castro e Baek (2003), na realidade latino-americana existe uma tendência à concentração de capital e, particularmente, à gestão familiar de empresas, de forma que a separação entre controle e gestão passa a não ser tão evidente quanto no caso estadunidense, potencialmente limitando o poder explicativo da Teoria da Agência para o caso brasileiro.

Nesse sentido, é possível que as companhias brasileiras tenham incentivos particulares para a formatação dos Conselhos de Administração, podendo ser esperado um efeito

associado à Teoria da Riqueza Socioemocional. Essa corrente foi desenvolvida no âmbito das empresas familiares, incorporando elementos não financeiros ao objetivo da firma, como necessidades afetivas, formação de uma identidade, a capacidade de exercer influência no âmbito familiar e perpetuação da dinastia (Gomes-Mejía et al, 2007).

Em firmas familiares, a concentração acionária facilmente se traduz em representação no Conselho de Administração (Martin, Campbell & Gomez-Mejía, 2016), de forma que estudos sobre empresas familiares podem considerar o critério de gestão familiar, ao invés de investigarem apenas o controle. Embora isso possa causar confusão entre os papéis, caso os diretores executivos pertençam ao mesmo núcleo familiar que os conselheiros, Martin et al (2016) afirmam que existe tendência a maior monitoramento do CEO. Isso pode se refletir em acompanhamento mais próximo das decisões contábeis e interferir diretamente com o gerenciamento de resultados.

Ainda, conforme Kalm e Gomes-Mejía (2016), um ponto crítico para a construção do capital socioemocional é a reputação da firma. O acompanhamento próximo da gestão pode evitar escândalos corporativos, e evitar a degradação da curva de utilidade da família. Assim, formula-se a segunda hipótese, assumindo que o monitoramento, enquanto defesa do capital socioemocional da dinastia, é a função principal, embora não exclusiva, do CA.

H2. Em empresas com gestão familiar, o papel supervisor dos Conselhos de Administração é predominante.

A hipótese da Riqueza Socioemocional está alinhada com a da Teoria da Agência, embora por motivações teóricas diferentes. Há a diferença entre a perspectiva de que mesmo se o CEO efetivamente tiver o interesse de proteger a dinastia – e esse atributo pode não estar presente, conforme preconizado pelo conflito de agência – ainda assim será essencial o monitoramento de sua atividade, dado que falhas são inerentes ao processo de gestão. Enquanto essas duas correntes teóricas analisam a existência do Conselho a partir da disposição dos acionistas, uma terceira possibilidade é o *compliance* puro.

## **2.2 Abordagem Legalista**

As leis corporativas determinam a participação dos Conselhos de Administração na gestão das companhias, embora não clarifiquem como ela deve ocorrer (Mace, 1979), eventualmente limitando-se a elencar um conjunto de atribuições. Efetivamente, a atuação do

Conselho não tende a interferir nas atividades do dia-a-dia empresarial, que cabem ao CEO e sua equipe, concentrando-se no monitoramento da diretoria executiva e no auxílio ao processo decisório (Zahra & Pearce, 1989).

Embora a legislação possa conferir vastos poderes ao Conselho, não necessariamente a presença do CA traduz-se em boa performance. Na seara da gestão financeira, a responsabilidade sobre o resultado é indireta (Zahra & Pearce, 1989), posto que, mesmo se as sugestões ofertadas forem efetivas e eficazes, o processo de implementação e execução está sujeito a falhas operacionais que escapam à atuação do CA.

Por outro lado, na esfera da governança corporativa, o Conselho pode servir a um processo de legitimação aparente, desempenhando o papel de ratificadores formais (*rubber stampers*) (Axworthy, 1988) e atuando como instrumentos de atendimento a requisitos formais. Sob essa ótica, o CA estaria desenvolvendo atividades centradas no conjunto mínimo de exigências das normas vigentes, como a análise de registros e divulgação de informações a acionistas e ao público geral. Assim, dada a possibilidade de haver conselhos com esse tipo de atuação, depreende-se a seguinte hipótese.

H3. A atuação dos Conselhos de Administração limita-se a replicar a exigência da lei corporativa.

Em sendo os poderes atribuídos pela Lei efetivamente amplos, presume-se, a priori, que deve haver pouco mais a fazer fora o anteriormente prescrito pelo diploma legal. Caso a hipótese H3 não seja confirmada, a implicação é a de que as empresas têm extrapolado a legislação e atribuído uma atuação autônoma aos Conselhos, o que traz validade a sua perpetuação na firma. Sua confirmação pode ter dois sentidos: os poderes atribuídos são suficientemente fortes ao ponto de atribuições adicionais não serem necessárias, ou a empresa não percebe o Conselho de Administração como relevante.

A principal norma que rege a atividades dos Conselhos de Administração no Brasil é a Lei n. 6.404/1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas (LSA). Nesta lei, o termo administradores compreende tanto o CA quanto a Diretoria Executiva, havendo distinção para as atribuições entre eles: o conselho é um órgão deliberativo colegiado, cabendo a representação da companhia aos diretores. A princípio, espera-se restrições à capacidade gerencial do CA, posto que, coadunando Mace (1979), os conselheiros não devem estar muito presentes nas atividades diárias da empresa e a ausência da capacidade de representação

implica em limitação à celebração de contratos ou a contração de compromissos junto a causas sociais.

A LSA atribui ao Conselho tanto funções de natureza supervisória, a exemplo da apreciação de relatórios financeiros e a responsabilidade por garantir o rodízio dos auditores independentes, quanto de natureza gerencial, como a eleição e destituição dos diretores e a fixação de atribuições para eles, além da distribuição das verbas remuneratórias entre os membros da administração, quando a Assembleia Geral estipular apenas o valor global.

De forma geral, o perfil de atuação esperado pelo legislador pátrio é direcionado à atividades cíclicas de monitoramento, com eventuais atitudes de natureza gerencial. Contudo, é possível e razoável que as atividades consideradas eventuais sobrepujem em frequência as cíclicas, a depender da forma de atuação das empresas. No Apêndice A estão descritas as principais decisões atribuídas pela LSA aos Conselhos brasileiros.

Ressalta-se, por fim, que a abordagem legalista cita algumas contingências para a atividade do Conselho. Em primeiro lugar, a estrutura de propriedade, à medida que proprietários de parcelas significativas do capital votante (*blockholders*) podem ter incentivos ao acompanhamento da gestão, seja participando pessoalmente ou nomeando um representante. Com isso, é possível que haja pressão para a existência de Conselhos mais ativos em atividades de controle e de serviços (Zahra & Pearce, 1989) ou efeito substitutivo, em que os próprios acionistas passam a exercer essa função (Gilson, 1990), indiretamente induzindo os CA a um direcionamento mais gerencial.

Além disso, a própria qualidade das leis corporativas e do mandato por elas investidos pode influenciar a atuação, como é o caso da existência de dois Conselhos – um supervisório e um gerencial – no cenário alemão, onde deve haver, inclusive, representatividade dos empregados (Lopatta, Böttcher, & Jaeschke, 2018). Especificamente no caso brasileiro, a LSA confere ao Conselho a responsabilidade por distribuir a remuneração entre os administradores, mas não lhe assegura a fixação do montante global, que é de competência da Assembleia. Com isso, limita-se o poder de barganha com a diretoria executiva, que assume um caráter punitivo: o da destituição, em caso de insuficiência de desempenho.

### **2.3 Estudos sobre o Conselho de Administração de firmas localizadas no Brasil**

Nos estudos brasileiros, o embasamento teórico está centrado em aspectos da Teoria da Agência ou da Teoria da Dependência de Recursos e geralmente abordam a função do Conselho por meio de *proxies* relacionadas à sua composição, como o nível de independência,



medindo a efetividade da supervisão, ou o tamanho do Conselho, controlando para a capacidade de provimento de recursos; e utilizam-se, em sua maioria, de métodos quantitativos como forma de análise.

As evidências apontam que a composição do Conselho afeta significativamente a condução dos negócios e a cultura empresarial, havendo relação entre a diversidade de conselheiros (e.g. presença feminina) e a conduta ética na firma (Haro-de-Rosario, Gálvez-Rodríguez, Sáez-Martín, & Caba-Pérez, 2017) e a maior divulgação de informações de risco (Carmona, Fuentes, & Ruiz, 2016), evidenciando o fato de que agregar a heterogeneidade de perfis pode induzir a um maior conjunto de possibilidades de decisões, o que tende a ser positivo para a gestão empresarial.

Ainda nessa seara, diagnosticou-se que o nível de independência dos conselheiros está associado ao nível de relevância da informação contábil (Moura, Franz, & Cunha, 2015; Holtz & Sarlo Neto, 2014) e ao grau de transparência da empresa (Turrent & García, 2015), sugerindo a efetividade no processo de revisão dos demonstrativos financeiros e no aprimoramento da *accountability* e da relação com partes interessadas, ambas atividades atribuíveis ao papel supervisorio do CA.

Seguindo essa perspectiva e tratando a responsabilidade dos Conselhos sobre o desempenho financeiro das companhias como sendo indireto, posto que não lhes cabe propriamente as decisões de implementação de políticas, nota-se que são inconclusivos os resultados para a relação entre composição e desempenho financeiro (Dal Vesco & Beuren, 2016; Silva & Margem, 2015). Não obstante, percebe-se que há reconhecimento dos agentes do mercado quanto à estruturação dos CA, à medida que se nota a relação da composição para com o valor de mercado da empresa (Gondrige, Clemente, & Espejo, 2012; Andrade, Salazar, Calegário, & Silva, 2009).

Ademais, essas características são afetadas pelas interações entre os Conselhos de diferentes companhias, havendo evidências para a relação entre o *board interlocking* e o compartilhamento de práticas de gerenciamento de resultados (Cunha & Piccoli, 2017), e entre os Conselhos e suas redes sociais, a exemplo de conexões políticas, o que pode interferir positivamente no desempenho empresarial (Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2012).

Embora esses estudos apontem para o desempenho de funções específicas, não informam sobre a multidimensionalidade de atuação do CA, isto é, apresentam evidências apenas sobre parte do serviço dos Conselhos, persistindo lacuna de investigação utilizando abordagens similares a de Freitas Neto e Mól (2017).

### 3 Metodologia

A pesquisa teve como objeto de estudo as empresas listadas no Novo Mercado da B3 Brasil Bolsa Balcão, tendo sido coletados dados referentes a 97 firmas nas bases da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da bolsa de valores brasileira. Embora a maior parte dos dados tenha sido coletado manualmente, parte dos campos relativos ao Formulário de Referência foram obtidos por meio da *library* GetDFPData, desenvolvida para a linguagem R.

A identificação do papel dos Conselhos baseou-se nos esquemas de codificação de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), que podem ser adaptados e aplicados à análise de conteúdo nas ARCAs, conforme apresentado no Apêndice B. Estes documentos passaram a ser consistentemente disponibilizados no *site* da CVM a partir do ano base 2010, fator crítico para a delimitação do período pesquisado, que se estendeu até 2016. Ressalte-se, ainda, que a amostra foi composta apenas de empresas que apresentaram dados para todos os anos, de forma que representa aproximadamente 75% do Novo Mercado, consideradas as oscilações na quantidade de empresas listadas ao longo dos anos.

Importa ressaltar que algumas empresas reportam certas informações de forma diferente, tendo sido necessário padronizar alguns relatórios, a fim de permitir a comparabilidade. Um caso frequente é a diferença entre empresas que listam a eleição da diretoria como um único tópico de decisão, enquanto, para outras, cada diretoria constitui um tópico de decisão reportado separadamente. Nesses casos, a informação foi condensada, contando como uma única deliberação. Após o tratamento, analisou-se o conjunto de 22.782 decisões reportadas nas ARCAs.

A classificação utilizada baseia-se nos papéis de Gerenciamento e Supervisão, sendo uma categorização binária que pode ser tratada como variável *dummy* ou por meio de razões. Assim, a classificação foi tratada sob três formas. A primeira, como uma variável categórica definida a partir da predominância simples, assumindo o valor 1 caso haja quantidade igual ou superior de decisões de natureza supervisória em relação às de caráter gerencial; ou 0, caso contrário.

Além disso, foram utilizados dois tipos de variáveis métricas, sendo uma a proporção de decisões de natureza supervisória em relação ao total de decisões daquela firma naquele ano. Dado que essa variável é definida apenas no intervalo [0;1], foi gerada outra, baseada na razão de decisões, calculada como a divisão entre a quantidade de decisões de natureza supervisória pela quantidade de decisões de natureza gerencial.

Dessa forma, foi possível avaliar se, no contexto geral da amostra, há, de fato, predominância do perfil supervisorio, como postulado nas hipóteses H1 e H2. A lista dos construtos que foram relacionados ao papel do Conselho de Administração é apresentada na Tabela 1.

**Tabela 1**

Dimensões relacionadas ao papel do Conselho de Administração

Gestão Familiar	Quantidade de membros de órgãos da Administração com relação familiar com acionistas, conforme declarado no item 12.9 Relações Familiares do Formulário de Referência da companhia
Blockholders	Quantidade de acionistas com pelo menos 5% das ações ordinárias da companhia
Tamanho do Conselho	Quantidade de conselheiros efetivos, incluindo Presidente e Vice-Presidente
Independência	Quantidade de conselheiros independentes, conforme declarado no Formulário de Referência
Diversidade	Quantidade de mulheres ocupando postos efetivos no Conselho de Administração
Replicação LSA	Percentual de decisões tomadas pelo Conselho que sejam explicitamente citadas pela Lei das Sociedades Anônimas como uma obrigação do CA

Para a identificação da empresa com gestão familiar adotou-se o critério da presença de membros da gestão – diretoria executiva ou Conselho de Administração – com relações familiares com acionistas. Entende-se que esse critério é mais adequado ao propósito do estudo do que a simples participação acionária de indivíduos com sobrenomes similares, dado que está sendo investigado um componente de gestão – no caso, o CA.

Apesar da possibilidade de subidentificação por insuficiência no preenchimento, como é o caso de não ter sido listado algum parentesco, é um risco com *tradeoff* aceitável ao critério de similaridade nos sobrenomes, à medida que esta segunda forma permite a inclusão de meras coincidências, especialmente em casos comuns, como Silva ou Santos. Em contrapartida, esse critério não pondera o peso relativo da participação familiar em relação aos demais acionistas, que fica vinculado a quantos parentes foram inclusos na composição do Conselho.

O critério utilizado para identificar a presença de *blockholders* nas firmas brasileiras foi a posse de 5% de ações ordinárias, em consonância com as políticas da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 358/2002) e com a literatura acadêmica (Gilson, 1990). Com isso, foram constituídos dois grupos e testada a relação entre a quantidade de *blockholders* e o papel desempenhado pelo CA.

Ademais, a fim de compreender a dinâmica do papel do Conselho em relação a sua composição, foram analisadas características que podem estar relacionadas ao desempenho de

suas funções: a quantidade e a independência de seus membros, bem como a presença feminina, enquanto *proxy* para a diversidade de conselheiros.

Para analisar o nível de replicação da LSA, inicialmente realizou-se estudo das atribuições conferidas pela Lei das Sociedades Anônimas aos Conselhos, havendo duas palavras-chave relevantes: “Conselho de Administração” e “Administradores”, termo genérico que indica situações compartilhadas com a Diretoria Executiva.

Para isso, foi necessário avaliar o que realmente poderia induzir a algum tipo de processo decisório, o que eliminou questões de cunho organizacional, como a quantidade de membros ou critérios gerais de elegibilidade, a exemplo de que o conselheiro deve possuir reputação ilibada. As informações foram condensadas conforme o Apêndice A, que balizou o processo de classificação de todas as deliberações identificadas em ARCAs.

Esse processo permitiu a formulação de um índice baseado na proporção entre decisões associadas a algum quesito legal em relação à quantidade total de decisões para aquela firma naquele ano. Dessa forma, quanto mais próximo de 1 estiver o indicador, menor é a quantidade de atividades excedentes que estão sendo conferidas ao CA, o que permite a análise da terceira hipótese.

#### **4 Resultados**

Para traçar o perfil dos Conselhos, interessa, preliminarmente, investigar quais tópicos têm tido maior atenção dentro das reuniões. Enquanto a lista completa pode ser conferida no Apêndice C, destaca-se, aqui, alguns pontos. Em primeiro lugar, os Conselhos centram seus esforços em decisões de natureza financeira, quer discutindo relatórios financeiro-contábeis periódicos, como as Demonstrações Financeiras Padronizadas, as Informações Trimestrais e Laudos Técnicos Periciais, quer efetivamente tomando decisões sobre a estrutura de capital da companhia, como a emissão de ações e a distribuição de proventos aos acionistas, ou, ainda, deliberando sobre a concessão de garantias a partes relacionadas em operações financeiras.

Essas seis classificações – Relatórios Financeiros (10,16%), Investimentos e Finanças (9,43%), Garantias (6,26%), Emissão de Dívida (6,17%), Dividendos (5,38%) e Orçamentos (2,04%) – respondem por aproximadamente 40% do trabalho reportado pelos Conselhos. Naturalmente, esse esforço é parcialmente demandado por questões de natureza cíclica e jurídica, dado que se espera que os CA examinem as demonstrações financeiras que serão divulgadas, uma atividade trimestral, e confira seu aval em operações de garantia a terceiros, de acordo com a Lei das Sociedades Anônimas. Similarmente, decisões relacionadas à

destinação do resultado do período são frequentemente realizadas quando da análise dos resultados, para posteriormente serem submetidas à apreciação da Assembleia de Acionistas.

Em segundo lugar, estão as “Questões Formais”, envolvendo especialmente assuntos relacionados à composição do próprio Conselho, de seus órgãos de assessoramento e do Conselho Fiscal, além do trabalho burocrático relacionado às convocações, autorizações e procurações, respondendo por aproximadamente 21% das decisões reportadas. Em terceiro e quarto lugares emergem-se as áreas de Pessoal e Benefícios (15,73%) e Questões de Negócios (15,53%). Nessas, destacam-se a contratação e demissão de executivos, o que é frequentemente citado como uma das principais decisões do Conselho de Administração (e.g. Mace, 1979), a fixação da compensação financeira destes, geralmente individualizando a remuneração global determinada pela Assembleia e a proposição e acompanhamento dos planos de concessão de opção de ações.

Ressalta-se, ainda, a posição de destaque da participação na discussão de estratégias e políticas empresariais, que é, na percepção dos conselheiros entrevistados por Martins e Rodrigues (2005), o principal atributo da atuação do CA. Por fim, há indícios de que a interação do Conselho com seus comitês são baseados em necessidades específicas, posto que a maior parte das recomendações dos comitês é integrada às decisões, na forma “de acordo com a recomendação do comitê (...), delibera-se (...)”, sem que haja significativa atenção ao acompanhamento dos trabalhos dos comitês: tópicos dedicados a este ponto ocupam menos de 0,5% das atividades reportadas.

#### 4.1 Perfil de atuação dos Conselhos de Administração brasileiros

Determinados os principais tópicos debatidos, sintetiza-se, agora, a atuação dos Conselhos de acordo com o papel dominante por eles exercido – Supervisório ou Gerencial, conforme exposto na Tabela 2. O fato de que há mais empresas com perfil gerencial mantém-se ao longo do tempo, sugerindo que uma parcela do mercado o tem considerado como adequado.

**Tabela 2**  
Segmentação dos papéis dos Conselhos de Administração, por ano

Ano	Observações	CAs com Perfil Supervisório	Razão de decisões Supervisórias / Gerenciais	Média de Decisões de natureza Supervisória (%)	Intervalo de Confiança (95%)
2010	97	36	1,0849	44,87 (16,66)	12,23 – 77,52
2011	97	40	1,0717	47,82 (14,63)	19,14 – 76,49

2012	97	36	1,0211	46,89 (13,79)	19,87 – 73,92
2013	97	36	0,9786	46,05 (13,13)	20,30 – 71,79
2014	97	28	0,9263	43,57 (14,24)	15,66 – 71,47
2015	97	34	1,1191	45,65 (13,70)	18,79 – 72,51
2016	97	37	0,9820	46,55 (12,40)	22,24 – 70,85

**Nota.** São apresentadas a quantidade de empresas com Conselhos de Administração que apresentam perfil predominantemente Supervisório, por maioria simples entre as quantidades de decisões de cada tipo; a razão entre a quantidade de decisões supervisórias e a quantidade de decisões de natureza gerencial; o percentual médio de decisões classificadas como de natureza supervisória, sendo reportado, entre parênteses, os respectivos desvios-padrão utilizados para formular o intervalo de confiança.

Contudo, verifica-se que o desvio padrão da amostra é elevado, ocasionando a substancial amplitude no intervalo de confiança formulado. Assim, entende-se que, embora haja a dominância simples na proporção de decisões gerenciais em relação às de natureza supervisória, há dispersão suficiente para que seja questionável a generalização. Destarte, formaliza-se o teste considerando a diferença entre as razões de decisões nas empresas classificadas como predominantemente supervisórias e naquelas com perfil predominantemente gerencial. Esse procedimento deriva da necessidade de verificar se os grupos são estatisticamente distintos.

Foi detectado, pelo teste de Shapiro-Wilk, que a distribuição das variáveis não converge para a normalidade ( $W = 0,4865$ ,  $p\text{-valor} = 0,00$ ). Desse modo, a hipótese foi analisada por meio do teste de Wilcoxon, que indicou que a diferença entre a mediana dos grupos é estatisticamente significativa, confirmando que os grupos são bem definidos ( $W = 106.700$ ,  $p\text{-valor} = 0,00$ ). Por conseguinte, descartada a possibilidade de coincidência entre os grupos, é possível inferir que há, no Novo Mercado, predominância de Conselhos com perfil Gerencial e, dessa forma, não se pode confirmar a H1, que postula pela maioria de perfis supervisórios.

Naturalmente, não se pretende, com esse resultado, negar a atividade de monitoramento realizada pelos Conselhos, especialmente considerando evidências anteriores que sugerem não apenas a sua importância, mas o efeito amplificador da composição do CA, como a presença de conselheiros independentes (e.g. Holtz & Sarlo Neto, 2014). O resultado evidencia, em verdade, o fato de que os Conselhos têm desempenhado funções gerenciais com maior frequência do que a expectativa inicial. Ainda, dada a incerteza causada pela supracitada dispersão do padrão de decisões, analisa-se, na Tabela 3, se há mudanças frequentes de postura no nível da firma, verificando-se a tendência à conservação do perfil ao longo do tempo.

**Tabela 3**

Escore de mudança

Pontuação	6	5	4	3	2	1	0	Total
Frequência Absoluta	0	3	10	14	30	20	20	97
Frequência (%)	0,00	3,09	10,31	14,43	30,93	20,62	20,62	100,00

**Nota.** Dado o perfil estimado para cada empresa  $i$  em cada ano  $j$ , foi computada a quantidade de vezes em que o perfil no ano  $j+1$  é diferente do perfil no ano  $j$ , isto é, a frequência da mudança no comportamento predominante de cada Conselho. Desse modo, o escore 0 indica que o perfil, em uma mesma companhia, permanece constante em todas as relações  $j$  e  $j+1$ . Similarmente, a pontuação 6 indica que, em todos os casos relacionadas a uma mesma companhia, o perfil determinado para  $j$  e  $j+1$  são diferentes.

Aproximadamente 21% das empresas mantiveram constante seu perfil ao longo do tempo; enquanto outros 21% tiveram uma quebra no comportamento e conservaram a nova postura; 31% sofreram mudança com eventual retorno ao estado anterior; e nenhuma apresentou instabilidade permanente, isto é, 6 mudanças em 7 anos. Essa informação sugere que a forma de atuação do CA, o que envolve a escolha das decisões e dos poderes a ele atribuídos, está consolidado na cultura organizacional das firmas estudadas, sendo a fonte de heterogeneidade atribuível a particularidades das firmas, dentre as quais merece destaque a concentração de propriedade de ativos patrimoniais e o tipo de controle acionário.

#### 4.2 Interação entre acionistas e o papel do conselho de administração: empresas com gestão familiar e *blockholders*

Apresenta-se, na Tabela 4, a relação entre duas formas de participação dos acionistas sobre a empresa que podem afetar o papel dos Conselhos: a quantidade de *blockholders* e a representação familiar destes nos CA, sob a premissa de que com o aumento de acionistas com um percentual expressivo de propriedade acionária deveria aumentar, também, a probabilidade da referida forma de representatividade.

**Tabela 4**Relação *blockholders* x empresas familiares

		Quantidade de <i>blockholders</i>											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Membros da família no Conselho de Administração	0	37	67	77	68	53	16	11	1	0	0	0	0
	1	23	27	57	43	23	3	4	2	0	3	0	4
	2	8	17	24	19	17	5	1	0	0	0	0	0
	3	0	4	7	12	9	4	1	1	0	0	0	0
	4	1	3	7	3	3	1	0	0	0	0	0	0
	5	0	1	2	3	0	0	0	0	0	0	0	0
	6	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Gestão	Familiar	32	52	97	81	52	13	6	3	0	3	0	4
	Não Familiar	37	67	77	68	53	16	11	1	0	0	0	0

**Nota.** 6 observações apresentaram insuficiência de informações para a construção da tabela; dessa forma, o  $n$  é 673 observações. *Blockholder* é o acionista com capital ordinário superior a 5%; a Gestão é caracterizada como Familiar quando há a declaração de pelo menos uma relação de parentesco entre acionistas e conselheiros.

Evidencia-se que, no Novo Mercado, poucas observações “firmas-ano” apresentam 4 ou mais conselheiros com relação de parentesco com os acionistas, sendo mais frequente que as empresas que possuam entre 1 e 5 *blockholders* e destes desponhem um ou dois familiares. Além disso, 343 “firmas-ano” foram caracterizadas como possuindo gestão familiar, o que monta aproximadamente 51% da amostra e denota o equilíbrio na formação dos grupos, para os quais se espera que a gestão familiar se traduza em maior probabilidade de desempenho de uma atuação predominantemente supervisória, conforme H2.

Os resultados para essa hipótese são apresentados na Tabela 5, em que se verifica a ausência de diferença estatisticamente significante entre os perfis de atuação dos Conselhos de Administração de empresas familiares e não familiares, indicando que não se pode confirmar a H2, e, conseqüentemente, a premissa baseada na Riqueza Socioemocional.

Assim, para a amostra analisada, evidencia-se que a adição de mais membros não se traduz em diferenças no papel desempenhado pelo CA, o que é reforçado pela fraca correlação encontrada entre a quantidade de conselheiros com vínculos familiares com acionistas e o percentual de decisões supervisórias.

**Tabela 5**

Decisões x Gestão Familiar

	Conselheiros com vínculos familiares com acionistas						
	0	1	2	3	4	5	6
Percentual Médio de Decisões Supervisórias	45,84 (14,38)	45,64 (14,71)	46,68 (12,11)	46,53 (15,63)	47,03 (11,76)	40,71 (9,91)	41,18 (0,00)
Anova: 0,017 (incluindo empresas sem gestão familiar)							
Anova: 0,002 (excluindo empresas sem gestão familiar)							
Correlação Kendall's Tau: -0,01							
Razão de Decisões Supervisórias / Gerenciais	1,00 (0,67)	1,08 (1,50)	0,99 (0,53)	1,12 (1,03)	1,00 (0,55)	0,73 (0,28)	0,70 (0,00)
Anova: 0,003 (incluindo empresas sem gestão familiar)							
Anova: 0,333 (excluindo empresas sem gestão familiar)							
Correlação Kendall's Tau: -0,01							
	Familiar		Não Familiar				
Percentual Médio de Decisões Supervisórias	45,99 (13,90)		45,84 (14,38)				
Anova: 0,018							
	Familiar		Não Familiar				
Razão de Decisões Supervisórias / Gerenciais	1,05 (1,20)		1,00 (0,67)				
Anova: 0,426							



**Nota.** Nenhum dos testes de Análise de Variância (Anova) reportados nesta tabela apresentou significância estatística a 10%, 5% ou 1%. A classificação em Familiar foi atribuída quando há pelo menos um conselheiro com relação de parentesco declarado. Entre parênteses são reportados os desvios-padrão. Foi utilizada a correlação de Kendall's Tau em função da ausência de normalidade das variáveis.

Verifica-se, portanto, que, no Novo Mercado, a gestão familiar não é um ponto suficiente para mudanças significativas no perfil médio esperado do Conselho de Administração, o que pode sugerir a presença de elevado grau de isomorfismo, conforme preconizado pela Teoria Institucional. Assim, dada a similaridade de atuação, diverge-se dos achados de Kalm e Gomez-Mejía (2016), que, partindo da Riqueza Socioemocional, concluem que os CA deveriam preencher lacunas, em empresas com gestão familiar, não existentes nas não-familiares.

Esse fato é potencialmente favorecido pela presença de conselheiros compartilhados entre diversos CA, ou por um perfil fortemente associado ao cumprimento do mandato legal, conforme postulado pela abordagem legalista. Especificamente do ponto de vista da Riqueza Socioemocional, é possível que a ausência de ênfase no papel supervisorio possa decorrer de atividades de natureza substitutiva, como o ativismo dos acionistas, que tem uma de suas *proxies*, a quantidade de *blockholders*, tratada na Tabela 6.

**Tabela 6**

Perfil dos Conselhos de Administração, distribuído de acordo com a quantidade de *blockholders*

	Quantidade de <i>blockholders</i>									
	1	2	3	4	5	6	7	8	10	12
Percentual Médio de	43,13	45,01	45,25	46,12	49,01	47,63	45,59	46,48	46,18	45,29
Decisões Supervisorias	(17,72)	(14,88)	(13,80)	(13,17)	(13,35)	(12,55)	(14,83)	(7,61)	(9,59)	(12,52)
Anova: 4,45**										
Correlação Kendall's Tau: 0,08										
Razão de Decisões	0,95	0,96	1,07	1,01	1,13	1,02	1,00	0,90	0,90	0,92
Supervisorias /	(0,67)	(0,57)	(1,55)	(0,75)	(0,75)	(0,48)	(0,65)	(0,26)	(0,32)	(0,56)
Gerenciais										
Anova: 0,39										
Correlação Kendall's Tau: 0,06										

**Nota.** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Não há, na amostra, empresas com 9 ou 11 *blockholders*. 6 observações apresentaram insuficiência de informações para a construção da tabela; dessa forma, o n é 673 observações. Entre parênteses são reportados os desvios-padrão.

Há elevada dispersão quanto ao nível de decisões supervisorias em relação a cada quantidade de *blockholders*, de forma que há diferença estatisticamente significante entre eles, embora esse resultado não se sustente quando analisada a razão de decisões. A fraca correlação entre a quantidade de *blockholders* e a natureza das decisões sugere a ausência de

um padrão bem definido para essa relação. Dessa forma, não é perceptível a existência de relação positiva entre maior ênfase na atividade de monitoramento e a quantidade de *blockholders*.

Conjugando esse resultado com o da gestão familiar, tem-se, portanto, duas variáveis fracamente correlacionadas entre si e com a natureza das decisões reportadas nas atas, sem que haja evidência de que qualquer uma das duas proporcione a ênfase em atividades supervisórias. Os resultados endossam a hipótese de Fama (1980), ao descrever que a função dos Conselhos não deveria ser alterada pela estrutura de propriedade da companhia, na medida em que os atores – acionistas e administradores – têm papéis inerentemente diferentes.

Um ponto de divergência com os resultados de Fama (1980), contudo, é que este trata a função do CA como sendo eminentemente de monitoramento, enquanto as evidências para o Novo Mercado apontam uma atuação gerencial mais frequente. Uma possível solução para esse problema é a eficiência do mercado de conselheiros, forçando o crescimento da efetividade da supervisão, que passa a demandar menor frequência de decisões nas reuniões. Especula-se, ainda, que o ambiente institucional possa influenciar a qualidade do monitoramento, de forma que se torna desejável conhecer o quanto essas decisões derivam do ordenamento jurídico em que a empresa se insere.

#### **4.3 Análise do perfil de atuação dos Conselhos de Administração em relação à LSA**

É possível, conforme a descrição da abordagem legalista, que as decisões dos Conselhos estejam fortemente associadas às imposições da Lei das Sociedades Anônimas. Entretanto, conforme explicado por Hermalin e Weisbach (2003), caso os CA fossem percebidos apenas como custos desnecessários para as firmas, o *lobby* das companhias se encarregaria de eliminá-los e, possivelmente, substituí-los por estruturas com maior aderência ao projeto empresarial.

Uma evidência da importância dos Conselhos é o fato de que a quantidade de conselheiros tipicamente excede o parâmetro legal mínimo (Hermalin & Weisbach, 2003), o que foi evidenciado, para o Novo Mercado brasileiro, pelo estudo de Freitas Neto e Mól (2017): enquanto o regulamento exigia um mínimo de 3 membros, os Conselhos possuíam, em média, aproximadamente 7,5 membros. Esse resultado ressalta a importância percebida pelos Conselhos. Destarte, a Tabela 7 apresenta a dependência do perfil de atuação dos Conselhos de Administração em relação à lei corporativa brasileira.

**Tabela 7**

Análise do perfil do Conselho de Administração de acordo com expectativas baseadas na LSA

Tipo	Todas as Empresas	Empresas com perfil gerencial	Empresas com perfil supervisorio
Todas as decisões	1,03	0,65	1,69
Decisões LSA	1,12	0,55	2,18
Decisões não LSA	1,30	0,55	2,52
Teste de Wilcoxon	235.180	91.153	32.844**
Consistência	78,94%	81,48%	74,49%
Replicação	43,26%	44,55%	42,46%

**Nota.** São reportadas as médias das razões de decisões:  $R = \sum_{i=1}^n [S_i/G_i] n^{-1}$ , em que  $G_i$  é a quantidade de decisões de natureza gerencial para a firma  $i$ ,  $S_i$  é a quantidade de decisões de natureza supervisoría para a firma  $i$  e  $n$  é a quantidade de observações com o perfil sob análise. *Consistência*: percentual de observações que preservaram o papel predominante do CA quando consideradas apenas as decisões que não derivam da LSA. *Replicação*: percentual médio de decisões baseadas na LSA. Os valores obtidos para o teste de Wilcoxon indica, nos três casos, que não há diferenças entre as medianas dos grupos analisados.

A Tabela 7 indica que, se desconsideradas as decisões oriundas da Lei das Sociedades Anônimas, o perfil predominante em aproximadamente 79% das observações permanece o mesmo, evidenciando que o fundamento legal não é o fator preponderante para a determinação do papel do CA, o que é reforçado pela igualdade das medianas entre os grupos, conforme o resultado teste de Wilcoxon.

Ademais, nota-se que menos da metade das decisões se originam de uma das responsabilidades atribuídas pela lei corporativa, sendo aproximadamente 57% delas derivadas de discricionariedades do processo administrativo da companhia. Esse resultado reforça a ideia de que os Conselhos têm recebido atribuições autônomas, não sendo meros ratificadores formais. Embora não seja possível concluir se as empresas vieram a adotar os Conselhos por meio da imposição do normativo legal, está reforçada a noção de que estão incorporados ao processo de gestão das companhias como um instrumento que excede o simples *compliance*. Dessa forma, considera-se que não foi confirmada a H3.

Ademais, posto que essas características podem sofrer a interveniência dos atributos do Conselho, conforme a discussão sobre a efetividade do monitoramento e a possibilidade de exceder o parâmetro mínimo de tamanho, convém analisar a relação dos papéis com as variáveis tradicionalmente elencadas em pesquisas sobre os Conselhos brasileiros.

#### 4.4 Papel do Conselho e Atributos de Composição: evidências para o Brasil

Enquanto a dualidade de função tem estado proibida para o Novo Mercado desde 2011, há outras características do Conselho que podem estar associadas ao papel exercido por ele: a quantidade de membros efetivos, a independência do Conselho e a diversidade dos membros.

Verificou-se que o tamanho médio do CA é de 7,61 membros, havendo uma média de 2,6 conselheiros independentes por *board* – aproximadamente 34,2% dos membros – representando um pequeno aumento, em ambas as características, em comparação ao período 2010-2013, reportado por Freitas Neto e Mól (2017). Há pelo menos uma mulher em 27% dos Conselhos, em que elas ocupam, em média, 17% das cadeiras.

Não foram encontradas diferenças estaticamente significantes, por meio do teste de Wilcoxon, para as medianas do tamanho do Conselho ( $W = 52.412$ ), quantidade de conselheiros independentes ( $W = 53.163$ ), percentual de participação do gênero feminino ( $W = 51.300$ ), presença de uma ( $W = 43.466$ ) ou duas mulheres ( $W = 10.732$ ) no Conselho, em função do papel predominante do CA. Esses resultados indicam que não há, no Novo Mercado, relação sistemática entre o estilo de atuação e a composição de um Conselho. No que concerne a quantidade de conselheiros e à independência destes, reforça-se aqui os achados de Freitas Neto e Mól (2017).

A princípio, os resultados reforçam a não confirmação da H3, quanto a validação da ideia de que os Conselhos não se constituem apenas como um instrumento de *compliance*, quer em relação a quantidade mínima de cadeiras ou de membros independentes. Além disso, não há evidências suficientes para apoiar que a simples adição de mais conselheiros independentes promovam maior atuação de monitoramento, ainda que evidências empíricas anteriores apontem essa característica como associada a um bom desempenho de atividades de monitoramento específicas, como a supervisão da produção de relatórios financeiros (Moura et al, 2015; Holtz & Sarlo Neto, 2014) e ao *disclosure* (Turrent & García, 2015).

Ademais, é evidente que as firmas não têm buscado os potenciais benefícios associados a diversidade de gênero nos Conselhos, o que se presume como um meio de estimular a presença de diferentes pontos de vista no debate das políticas empresariais e criar valor para a empresa. Esse fato reflete a ausência de clareza quanto aos resultados empíricos de estudos anteriores sobre o tema: Lay et al (2017) informam que a presença feminina no comitê de auditoria, mas não no CA, está associada a redução do *audit delay*; Silva e Margem (2015) relatam que, em geral, não há evidências para o aumento de valor da empresa em função da presença feminina em altos cargos da administração, embora algumas de suas estimações para duas ou mais mulheres no mesmo posto possam indicar uma relação positiva.

Os resultados são conciliáveis com o baixo impacto da diversidade de gênero sobre a conduta dos Conselhos. Em não havendo franca preocupação com a participação feminina, evidenciado pelo fato de que há menos de 5% de conselheiras na amostra, é provável que a força relativa que exerçam seja baixa e, assim, insuficiente para provocar variações significativas na conduta das empresas que as contratam, razão pela qual Silva e Margem (2015) percebem a relação desse atributo com valor de mercado e desempenho quando há pelo menos duas mulheres.

## 5 Considerações Parciais

Os resultados apresentaram o perfil de atuação dos Conselhos de Administração, sua estabilidade no tempo, a interação com a gestão familiar, com o ativismo dos acionistas – de acordo com a presença de *blockholders*, e com a composição dos Conselhos, além do grau de replicação da legislação societária.

A princípio, havia a expectativa da predominância do papel supervisorio, baseando-se em ambas as perspectivas da Teoria da Agência e da Riqueza Socioemocional, o que não pôde ser confirmado. Como forma de análise de indicadores de efetividade do monitoramento, um mecanismo que poderia compensar a ausência da ênfase na atividade supervisorio, é a presença de conselheiros independentes, o que, a princípio, não denota mudança no perfil de atuação dos CAs, mas cuja proporção excede o parâmetro legal, indicando que algumas empresas têm demonstrado interesse em possuí-los.

Dessa forma, ambas a Teoria da Agência e da Riqueza Socioemocional parecem insuficientes, “per se”, para prescrever a forma de atuação dos Conselhos de Administração no cenário brasileiro. É possível traçar cenários que motivem o perfil gerencial para o Conselho de Administração, como a redução da atividade do CEO em períodos de alta incerteza, a fim de tentar preservar o seu *status quo* independentemente do que venha a ocorrer com a firma. Nessa situação, o oportuno gerenciamento ainda deve ocorrer e pode acabar sendo absorvido pelo CA. Contudo, não é conclusivo que as abordagens teóricas correntes possam explicar o quadro geral.

Estudos que utilizem o CA como um elemento explicativo para a qualidade da gestão empresarial – e.g. pesquisas sobre o desempenho financeiro – precisam acautelar-se quanto ao embasamento teórico utilizado, caso a premissa subjacente seja a atividade de monitoramento, uma vez que a interferência ativa dos Conselhos sobre o processo decisório da companhia é maior que o esperado.

Além disso, observa-se que não há diferença sistemática entre o comportamento de empresas com gestão familiar ou com mais *blockholders*, sugerindo que esses perfis de propriedade acionária, dos quais poderia ser esperado um interesse particular em monitoramento, não têm promovido a maior ênfase nessa função, mas reiteram os padrões da maior parte do Novo Mercado. Assim, é possível que sejam relevantes novas pesquisas acerca do grau de isomorfismo de práticas de gestão entre os participantes desse segmento de listagem Novo Mercado, a fim de melhor explorar os padrões que ora são detectados.

De forma complementar, verificou-se que menos da metade do trabalho reportado pelos Conselhos de Administração decorre de prescrição legal. Nesse sentido, infere-se que a existência do CA suplanta a simples formalidade e descarta a faceta do mero carimbador. Embora não exista uma teoria concisa sobre a motivação para sua existência, ela é validada pela práxis corporativa, no momento em que sua operacionalização se legitima pela atribuição autônoma que possui e pelo distanciamento de parâmetros mínimos, como verificado na quantidade média de conselheiros por CA. Cumulativamente, pode-se notar que a abordagem legalista também não parece ser suficiente em si para descrever os Conselhos de Administração do Novo Mercado.

Ademais, aponta-se que há tendência para a estabilidade quanto aos perfis de atuação, posto que se percebe oscilações pequenas nos perfis dominantes. Uma possível contribuição desse resultado é que estudos relacionados ao Conselho de Administração que utilizam painéis curtos podem ser representativos: dado que o estilo de atuação se sustenta no tempo, é pouco provável que os resultados sofram um viés derivado de alguma mudança de comportamento do CA que teria sido capturada caso ao painel fossem adicionados mais anos.

De forma geral, os resultados apontam para um perfil médio do Conselho de Administração voltado a deliberações acerca do gerenciamento ativo das companhias. Isso reforça a interação teórica entre o CA, a estrutura de capital e o desempenho financeiro das firmas, à medida em que há evidências de ampla discussão dos Conselhos quanto a esses tópicos.

Ressalta-se que, no Novo Mercado, é exigida a separação entre a figura de líder da diretoria executiva e de chefe do Conselho de Administração, sob o argumento de que o CA deveria monitorar, de forma independente, a gestão executiva, e seguindo em uma linha divergente à premissa da Teoria do Bom Representante, que afirma benefícios entre a unificação desses postos. A notória absorção de responsabilidades gerenciais diverge de ambas pretensões e pode ser um ponto de reflexão para as companhias e, inclusive, pode delinear uma nova linha de estudos sobre *board capture by the CEO*, que baseia-se na ideia de

que o CEO exerce influência tal sobre o Conselho de Administração que os seus poderes sobre a empresa são irrestritos, e o monitoramento de sua gestão pelo CA, ineficaz.

Em havendo um Conselho fortemente atuante em atividades gerenciais, parece um contrassenso afirmar que a *board capture* possa estar ocorrendo, já que indica uma invasão no domínio das responsabilidades presumidas. Ainda nessa perspectiva, é possível que seja necessário estabelecer conexões entre o grau de divisão das responsabilidades gerenciais e a eficiência da gestão da empresa, posto que a ausência de centralização de poderes executivos, como preconizado pela Teoria do Bom Representante, pode induzir a ineficiências na condução dos negócios.

Estudos futuros podem verificar a associação entre as características demográficas dos Conselheiros com o perfil de atuação, seguindo a linha da experiência profissional, a proatividade, nível de aceitação de risco, narcisismo e qualificação formal, esta última como *proxy* para as habilidades. Dessa forma, é possível expandir os resultados do presente estudo para além da influência da gestão familiar, gerando resultados acerca da forma como os atores individualmente impactam a atuação global.

## Segundo Ensaio:

### **Atuação dos Conselhos de Administração em companhias do Novo Mercado: um caso de compartilhamento de perfis e de Isomorfismo Institucional?**

#### **Resumo**

O presente estudo tem por objetivo analisar a similaridade das atividades desenvolvidas pelo Conselho de Administração em companhias listadas no Novo Mercado da B3 e a importância do *interlock* para a disseminação da similaridade entre a atuação dos CAs. Foram analisadas as atas das reuniões dos Conselhos de empresas pertencentes ao Novo Mercado da bolsa de valores brasileira, por meio de análise de conteúdo, a fim de determinar o foco de atuação dos Conselhos, e estimada uma métrica de *interlock* com base no compartilhamento de conselheiros, consoante o disposto nos Formulários de Referência. Verificou-se que os perfis de atuação dos CA das empresas são diferentes entre si, tanto quando a análise é realizada com todo o conjunto do Novo Mercado, quando individualizada por setor. Além disso, não foi detectada relevância do *interlock* para a definição da similaridade de funções entre os CA, havendo indícios relacionados apenas às práticas pontuais. Assim, não são encontradas fortes evidências da presença das formas isomórficas coercitiva, mimética e normativa. Os resultados informam que a adoção de práticas de Governança Corporativa que influenciam a gestão, como a ausência de dualidade do CEO e o grau de independência dos Conselhos, não está associada a maior similaridade de práticas entre os CA, que mantêm características individuais bastante marcadas.

**Palavras-Chave:** *Interlock*. Isomorfismo. Coercitivo. Mimético. Normativo.



## 1 Introdução

O ambiente institucional brasileiro favorece a presença de características similares entre os Conselhos de Administração. Especificamente no segmento Novo Mercado, da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3), o regulamento de adesão impõe um conjunto de normas, dentre as quais estão a equiparação dos direitos dos minoritários em processos de *tag along* e a regra de igualdade entre as ações quanto ao poder de voto (Braga-Alves & Shastri, 2011).

Desse modo, todas as entidades que voluntariamente aderem a esse grupo, devem garantir o cumprimento de tais requisitos, sendo homogêneas em relação a esse conjunto de características. No caso específico dos Conselhos de Administração (CA), destacam-se a quantidade de conselheiros independentes, a vedação da acumulação dos cargos de chefia do CA e de principal executivo da empresa e a obrigatoriedade de manifestação em ofertas públicas de aquisição (BM&FBovespa, 2011).

Não é claro, contudo, o quanto o ambiente institucional induz a homogeneização de atividades desenvolvidas pelo Conselho de Administração: ainda que essas práticas sinalizem a preocupação com a atividade supervisória dos Conselhos, a diretiva formal não implica, necessariamente, no atingimento desse objetivo. Apesar disso, atitudes que promovam sensação de segurança para os *stakeholders* podem ser por estes demandadas (Martínez-Ferrero & García-Sánchez, 2017).

Em sendo o caso, as demais empresas do segmento podem adotar iniciativas similares, sinalizando o interesse em demonstrar ativamente melhores práticas de relações com partes interessadas, ou passivamente, caso os *stakeholders* passem a exigí-las.

Com base nas perspectivas do isomorfismo descrito pela Teoria Institucional (DiMaggio & Powell, 1983), pode-se avaliar se as empresas têm replicado as práticas de gestão umas das outras, investigando a evolução da transmissão de perfis de atuação entre elas. Essa ideia é sustentada por Beliveau, Cottrill e O’Neill (1994), ao afirmarem que o comportamento das firmas mais antigas em um segmento tende a se tornar dominante, e posteriormente replicado pelos novos entrantes, dada a legitimidade de que já dispõem.

Além do escopo da Teoria Institucional, a Teoria da Dependência de Recursos (TDR) contribui com o entendimento dos canais de transmissão entre os Conselhos, sendo de especial importância o processo de *interlock* (e.g. Hillman, Cannella, & Paetzold, 2000). Esse fenômeno se baseia no fato de que um elemento comum entre as empresas pode colaborar com a circulação de informações relevantes e, conseqüentemente, permitir que as melhores práticas sejam implementadas em ambas as organizações. Essa relação pode ser moderada

pelos interesses particulares dos conselheiros, na medida em que o compartilhamento pode ocorrer por iniciativa deles, sem que o objetivo seja o provimento de um benefício direto para as companhias envolvidas (Fich & Shivdasani, 2006).

Nesse sentido, a presente pesquisa analisa a similaridade das atividades desenvolvidas pelo Conselho de Administração em companhias listadas no Novo Mercado da B3 e a importância do *interlock* para a disseminação da similaridade entre a atuação dos CAs.

Para tanto, são analisadas as atas das reuniões dos Conselhos de Administração das firmas listadas no referido segmento, a fim de identificar o estilo de atuação dos CA, tornando possível a comparação da proximidade entre eles. Contudo, os resultados reforçam o fato de que os Conselhos atuam de forma heterogênea, não tendo sido verificados indícios de isomorfismo, em qualquer das especificações discutidas por DiMaggio e Powell (1983).

A implicação prática é a observação sobre a importância do *interlock* para o direcionamento das políticas dos Conselhos de Administração, tendo sido notado que compartilhamento de conselheiros não implica na partilha de estilos de atuação entre os CA. Tem-se, portanto, que a análise geral aqui relatada diverge de resultados pontuais apresentadas no cenário internacional, no sentido de tornar mais similares, entre as firmas conectadas: pacotes de remuneração de executivos (Wong, Gyax, & Wang, 2015); decisões de investimento em pesquisa e desenvolvimento (Han, Bose, Hu, Qi, & Tian, 2015); e políticas de *disclosure* (Cai, Dhaliwal, Kim, & Pain, 2014).

Para a literatura de finanças, os resultados permitem a melhor compreensão quanto a distribuição do papel dos Conselhos de Administração entre as firmas brasileiras. Dada a ausência da homogeneidade dos perfis, nota-se que não é possível generalizar a atuação dos Conselhos. Por conseguinte, argumentos relacionados a como os conselheiros interferem em características da firma requererem maior grau de individualização do que o simples uso de *dummies* relacionados ao nível de governança corporativa ou a representação por meio da quantidade de conselheiros.

## **2 Aspectos Teóricos**

O Novo Mercado funciona como um *cluster* de práticas de Governança Corporativa socialmente aceitas como positivas. Em vigor desde 2001, foi criado para contornar problemas, como a ausência de proteção de minoritários (Campello, 2012), sendo de adesão voluntária e permitindo a sinalização do interesse no uso de práticas tidas como as mais efetivas (Dumer & Martinez, 2015).

É esperado que as empresas do Novo Mercado possuam características convergentes, devido às exigências para o ingresso, como a impossibilidade de haver ações preferenciais, o impedimento à acumulação dos cargos de Presidente do Conselho de Administração e diretor presidente ou principal executivo da Companhia e a necessidade de garantir um *free-float* mínimo (BM&FBovespa, 2011).

Sob a perspectiva do isomorfismo, discutida no texto seminal de DiMaggio e Powell (1983), esse é um movimento natural, considerando que as mudanças organizacionais têm ocorrido de forma a proporcionar a homogeneização das instituições. Esse fato decorre, conforme Brandau, Endenich, Trapp e Hoffjan (2013), de tendência ao uso de normas comumente aceitas, de forma a concorrer por legitimação social.

Apesar disso, não é claro o quanto a adesão aos segmentos de listagem influencia no gerenciamento das companhias. Enquanto as práticas citadas podem ser vistas de forma positiva, sob a ótica da Teoria da Agência, outras correntes teóricas são divergentes sobre aspectos específicos. É o caso da ausência de dualidade do CEO, predominantemente compreendida como uma boa prática (e.g. Tang, 2017), mas de eficácia contestada pela Teoria do Bom Representante (Donaldson & Davis, 1991; Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997).

Nesse caso, o Novo Mercado pode funcionar como fonte de pressão coercitiva, posto que sua instituidora é uma organização da qual as firmas listadas dependem (Martínez-Ferrero & García-Sánchez, 2017). Se a influência da padronização de características exigida pelo nível mais rígido de GC da B3 for o suficiente para promover um efetivo processo isomórfico nas empresas listadas, tem-se que as práticas de gestão dos Conselhos de Administração também devem convergir. Dessa forma, pode-se postular a primeira hipótese do estudo.

H1. O perfil de atuação dos Conselhos de Administração das firmas pertencentes ao Novo Mercado da B3 é convergente.

A H1 é ressaltada pelo fato de que o Novo Mercado já está em atividade há mais de uma década, tendo transcorrido um interstício temporal potencialmente suficiente para a internalização de suas demandas à filosofia das empresas, especialmente por conta da característica de adesão voluntária.

É possível, contudo, que as vicissitudes de cada setor permitam que a promoção da partilha das práticas não seja percebida ao nível geral, especialmente em função de questões regulatórias ou maior necessidade de contração de dívidas e cessão de garantias, o que tende a

requerer a aprovação formal dos Conselhos de Administração. Assim, deriva-se uma segunda hipótese, teoricamente similar, mas empiricamente diferente em função do nível de agregação.

H2. Dentro do Novo Mercado, o perfil de atuação dos Conselhos de Administração das firmas pertencentes a um mesmo setor é convergente.

Caso as hipóteses se confirmem, é possível duvidar do processo racional de decisão dos Conselhos. Seguindo essa abordagem, construções sociais podem se sobrepor a processos racionais de obtenção por eficiência, inclusive na falta de evidências de que as práticas colaboram com o atingimento de objetivos organizacionais (Ees, Gabrielsson, & Huse, 2009). Nesse sentido, é possível que os Conselhos atuem de certa forma não porque acreditam que é uma decisão ótima, mas porque é costume – do segmento ou do setor – atuar de tal maneira, o que está em linha com o ideal do isomorfismo mimético.

No que concerne à legitimação por esse meio, pesquisas anteriores sugerem que esse processo pode ser de eficiência discutível, podendo se constituir em legitimidade aparente, quando não se percebe melhoria real, a exemplo do estudo de Dumer e Martinez (2015), que sugerem não haver aprimoramento na qualidade da informação contábil de firmas que aderem a segmentos de listagem diferenciados.

Ainda, pode ser uma legitimidade compensatória, conforme pontuado por Mendes-da-Silva e Onusic (2014). Firms mais antigas tendem a apresentar menores pontuações de *disclosure*, que é um dos pilares da Governança Corporativa. Em comparação às empresas jovens, as que estão há mais tempo no mercado já estão melhor estabelecidas em seus segmentos e transmitem maior sensação de credibilidade, havendo menor necessidade de legitimação junto a investidores e credores.

Enquanto esse efeito é coerente com as hipóteses de Beliveau et al (1994), à medida que ressalta a liderança das firmas mais antigas, Han (1994) detectou que as companhias podem pretender emitir sinais de diferenciação em relação aos pares, o que pode ser percebido quando uma empresa evitar contratar a mesma firma de auditoria independente utilizada por seus concorrentes diretos. Ainda conforme Han (1994), esse é um efeito restrito a algumas empresas no estrato superior de seus segmentos, não sendo generalizável a ponto de tornar capaz a distorção das hipóteses ora postuladas.

Além disso, existe um segundo desdobramento para a primeira hipótese, considerando Westphal, Seidel e Stewart (2001), que afirmam que as firmas aprendem com companhias

fora do seu setor comercial, sendo o *interlock* um instrumento relevante para a transmissão de objetivos. Essa premissa, associada ao isomorfismo mimético – a tentativa de padronização de respostas às incertezas (DiMaggio & Powell, 1983; Brandau et al, 2013), sugere uma nova possibilidade para a partilha de perfis de atuação: o compartilhamento de diretores.

Essa característica é normalmente abordada sob a ótica da Teoria da Dependência de Recursos e da Multiple Directorship Approach (MDA), que são abordagens complementares. Na TDR, o *interlock* é um processo de captura de recursos: a participação dos conselheiros em Conselhos de outras firmas permite o estabelecimento de conexões, que podem ser utilizadas para a troca de informações e a negociação de recursos (Pfeffer & Salancik, 1978).

Desse modo, decisões tomadas em um conselho tornam-se uma jurisprudência para outros Conselhos conectados (Davis, 1996; Haunschild & Beckman, 1998), de forma que o *board interlock* pode ser um canal de indução de práticas repetidas, servindo como um reforço positivo ao isomorfismo normativo, transcendendo o nível setorial.

Davis (1996) ilustra formas como o *interlock* pode facilitar a transmissão de atitudes frente às decisões. Em um primeiro plano, os processos de comparação social podem induzir comportamentos, como padrões remuneratórios. A dois, podem ajudar a reduzir incertezas, à medida que a(s) empresa(s) de origem daquele conselheiro podem ter passado por situações inéditas para esta empresa, de forma que ele pode apresentar informações úteis ao processo decisório, podendo, inclusive, ser o fato motivador de sua contratação.

Ao passo que é possível caracterizar essa relação pelo prisma mimético, também é aplicável a versão do isomorfismo normativo, posto que envolve o mercado de conselheiros e suas pretensões profissionais, especialmente no que concerne a forma de gestão da empresa e de sua relação com o principal executivo (Brandau et al, 2013).

Ademais, o *interlock* pode servir a propósitos de legitimação: caso a empresa matriz adote práticas social ou empresarialmente controversas, é possível que os conselheiros atuem como interventores no processo de torná-las aceitas, inclusive utilizando o recurso de sugerir que as demais também as pratiquem, o que, por sua vez, colabora com a transformação daquele ato em algo comum, trivial, fortalecendo sua legitimação (Davis, 1996).

Não obstante, os conselheiros emprestam suas reputações às empresas de que participam: ao adquirir conselheiros com prestígio junto ao mercado, as corporações emitem sinais positivos em relação à qualidade do seu processo gerencial, legitimando-se como bons investimentos em potencial (Mizruchi, 1996).

Dessa forma, conselheiros com boas reputações tendem a ser alvos de aquisição por várias companhias, proporcionando *interlocks*, ainda que não possuam o objetivo explícito de

se conectar com outras firmas. Nos termos de Hillman e Dalziel (2003), o capital humano e relacional do CA traduz-se em legitimação e reputação para a firma, o que, por sua vez, reflete no desempenho empresarial. Com isso, formula-se a terceira hipótese de investigação.

H3. Empresas com interlock de conselheiros têm maior probabilidade de compartilharem perfis de atuação do Conselhos de Administração que empresas não conectadas.

Os efeitos postulados na terceira hipótese podem ser mitigados conforme a MDA, que trata do ponto de vista dos conselheiros, e seus incentivos pessoais para o *interlock*. A associação relevante dessa abordagem com a TDR é o quanto o *busyness* do conselheiro pode ser disruptivo para o bom andamento dos negócios da firma, ou seja, o ponto em que a promessa da captura de recursos acaba sendo anulada pelo excesso de trabalho a ser desempenhado.

Os resultados empíricos dessa perspectiva ainda não são tão claros. Em uma ponta, Ferris, Jagannathan e Pritchard (2003) alegam que o desempenho financeiro da empresa, observando o caso de empresas estadunidenses, tem efeito positivo com base no número de cargos assumidos posteriormente por seus conselheiros, sem que haja relação estatisticamente significativa para o efeito do *busyness* de um conselheiro em um período em relação aos resultados posteriores da firma.

Em outra, Fich e Shivdasani (2006) afirmam que o *busyness* do Conselho contribui para o enfraquecimento das práticas de governança, prejudicando a qualidade da função supervisória, de forma que CEOs com baixo desempenho podem não ser substituídos, mesmo quando adequado. Além disso, Fich e Shivdasani (2006) indicam que o *busyness*, em empresas estadunidenses, está negativamente associado às métricas de Retorno sobre Ativos e Giro do Ativo, sugerindo perdas operacionais para a companhia, apesar da baixa magnitude econômica do resultado encontrado.

Uma tentativa de reconciliar esses dois posicionamentos foi realizada por Cashman, Gillan e Jun (2012). Em um primeiro momento, eles apontam a diferença da amostra entre os estudos de Ferris et al (2003) e Fich e Shivdasani (2006) como um fator relevante para a diferenciação, mas concluem que o principal ponto de distinção é a inclusão de efeitos fixos nos modelos econométricos, suportando os resultados de Fich e Shivdasani (2006) em relação ao efeito detrimental do *busyness*.

Em complemento aos resultados da TDR, pode-se inferir que o *interlock* é capaz de gerar resultados positivos para a empresa, mas com a cautela de evitar que o Conselho esteja em um ponto em que o efeito torne-se detrimental pela falta de dedicação dos participantes. A esse ponto soma-se a alegação de Chiu, Teoh e Tian (2013) que em diversos casos não há um filtro adequado para o que é transmitido via *interlock*: eventualmente, práticas nocivas à empresa também podem ser transmitidas.

Por fim, importa ressaltar que os vínculos detidos pelos conselheiros podem trazer diferentes efeitos para as empresas conectadas. É esperado que o compartilhamento de conselheiros entre empresas de um mesmo setor favoreça a ocorrência de investimentos similares, reforçando a diversificação de produtos e mercados dentre as possibilidades já existentes da companhia, ao passo que o *interlock* com vínculos extrasetoriais tende a promover a inovação e a diversificação, expandindo os horizontes de investimento das companhias envolvidas (Chen, Dyabll, & Wright, 2009).

### **3 Metodologia**

#### **3.1 Dados**

A análise compreendeu 97 companhias continuamente listadas no Novo Mercado da B3 durante o período 2010-2016. A restrição do período decorre de que a partir de 2010 há divulgação pública consistente das atas da Reunião do Conselho de Administração, item necessário à identificação do papel desempenhado pelo CA em cada firma. As atas foram coletadas manualmente no site da Comissão de Valores Mobiliários, e as informações sobre os setores foram visualizadas no site da bolsa de valores brasileira.

Os dados referentes aos Conselhos foram obtidos por meio do GetDFPData, pacote desenvolvido para a linguagem de programação R, que captura e interpreta, dentre outros documentos, os Formulários de Referência das empresas de capital aberto, disponibilizados na página da Comissão de Valores Mobiliários.

Esses documentos contêm informações básicas acerca dos conselheiros, como Nome, CPF e Data de Nascimento, de forma que é possível estabelecer os cruzamentos necessários para derivar as relações entre as companhias. Contudo, constatou-se que os documentos originais possuíam problemas para vinculação de acordo com o nome dos conselheiros, em função de erros de digitação, abreviações ou mesmo incompletude deliberada, de forma que optou-se por realizar o cruzamento via CPF.

Ainda, observou-se alguns CPF ausentes, especialmente no caso de estrangeiros; para esses casos, procedeu-se: i) uma busca inicial na base de dados, visto que outra empresa poderia tê-lo informado; e ii) caso não encontrado o número original, foi atribuído um identificador próprio.

### **3.2 Análise do perfil dos Conselhos de Administração**

Para a identificação do perfil de atuação dos Conselhos, realizou-se uma análise de conteúdo, categorizando cada tópico reportado como sendo uma atividade de Gerenciamento (Gerencial) ou de Monitoramento (Supervisória). Traçou-se um perfil anual para cada empresa, com base em uma adaptação para o mercado brasileiro dos modelos de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), que utilizam um processo de codificação separado em etapas e expressam o papel do Conselho de Administração nessas duas categorias.

As atas descrevem sucintamente as decisões tomadas nas reuniões e, eventualmente, são descritas de forma diferente pelas empresas, sendo necessário um esforço de padronização dos documentos. Uma divergência comum se dá na forma de reportar decisões acerca de eleição de diretores executivos: em alguns casos, cada diretor, em uma mesma ata, era tratado como um ponto de deliberação separado, ao passo que em outras, constituía um ponto único. Analisar esses pontos tal qual estavam resultaria em distorções, posto que se referiam ao mesmo evento, de forma que foram equalizados, sendo ambos interpretados como um único ponto de pauta.

Com base nisso, o perfil de atuação foi caracterizado, na análise, sob três formas: uma variável percentual, com base na proporção de tópicos de natureza supervisória em relação à quantidade total de decisões; uma razão de decisões, com base na divisão entre a quantidade de decisões de natureza supervisória em relação às de natureza gerencial; e uma variável qualitativa que assume o valor Gerencial caso a proporção seja igual ou superior a 50%; ou Supervisório, caso contrário. Embora as duas variáveis métricas sejam similares, mantém-se a proporção por ser mais intuitiva, e a razão de decisões por sua maior possibilidade de variabilidade, visando a robustez dos testes empregados.

Para avaliar se o perfil médio entre as empresas é igual, implementou-se uma *analysis of variance* (Anova), sob a hipótese nula de que as médias são iguais entre as firmas de cada setor e do segmento de listagem.



### 3.3 Isomorfismo via *interlock*

Para determinar a existência de *interlock* entre as empresas, foram considerados os membros do Conselho de Administração e o maior executivo de cada empresa, normalmente identificado como Diretor Presidente. Optou-se por não incluir os indivíduos exclusivamente pertencentes ao Conselho Fiscal, dado que, presumivelmente, não deveriam participar da gestão da companhia e nem se apresentar como um mecanismo efetivo de captura de recursos.

O primeiro passo foi produzir uma matriz  $C_{mn}$ , em que as linhas representavam as  $m$  empresas da amostra e as colunas, os  $n$  conselheiros. Dessa forma, sempre que um conselheiro participava simultaneamente de duas ou mais empresas, ainda que uma dessas participações fosse como CEO, todas as empresas em *interlock* por meio desse conselheiro eram assinaladas com o valor 1.

O segundo passo foi a multiplicação matricial da matriz  $C$  pela sua transposta ( $C C^t$ ), com o objetivo de gerar a matriz quadrada  $M$ , em que todas as filas representam as empresas. Desse modo, a diagonal principal representa a relação de uma empresa consigo mesma, sempre apresentando um valor não-nulo. Para fins de análise de *interlock*, a diagonal principal é irrelevante e, por isso, removida.

O terceiro passo foi a criação da matriz quadrada  $P$ , de mesma ordem de  $M$ , em que as filas representam empresas, ordenadas de acordo com a mesma sequência presente em  $C$ . Cada elemento  $p_{ij}$  assume o valor 1 caso o Papel predominante da empresa  $i$  corresponda ao Papel predominante da empresa  $j$ , e 0 caso contrário. Dessa forma, é possível identificar se as empresas estão tendo o mesmo tipo de função principal ou não. Garantir a ordenação foi importante para a geração da matriz quadrada  $V$ , com ordem igual a de suas predecessoras. Cada elemento  $v_{ij}$  é gerado por meio da seguinte regra:

$$v_{ij} = TT, \text{ se } m_{ij} \geq 1 \wedge p_{ij} = 1$$

$$v_{ij} = TF, \text{ se } m_{ij} \geq 1 \wedge p_{ij} = 0$$

$$v_{ij} = FT, \text{ se } m_{ij} = 0 \wedge p_{ij} = 1$$

$$v_{ij} = FF, \text{ se } m_{ij} = 0 \wedge p_{ij} = 0$$

Com base em  $V$  é possível formalizar o teste para H3. Se é verdadeiro que o *interlock* influencia no compartilhamento da estrutura decisória das companhias, então o efeito testável pode ser descrito conforme a Equação 1.

$$TT_i / \text{interlock}_i > FT_i / (n - \text{interlock}_i) \quad (1)$$

Onde:  $TT_i$  é a quantidade de empresas com as quais a empresa  $i$  possui *interlock* e partilha o mesmo perfil de atuação (Papel);  $\text{interlock}_i$  é a quantidade de empresas com as quais a empresa  $i$  possui *interlock*;  $FT_i$  é a quantidade de empresas com as quais a empresa  $i$  não possui *interlock*, mas partilha o mesmo perfil de atuação (Papel); e  $n$  é a quantidade de empresas na amostra, sem incluir a empresa  $i$ .

Assim, foram geradas duas séries, ambas contendo valores para cada empresa e cada uma representando um dos termos da Equação 1, que representa o efeito incremental do *interlock* sobre a partilha de estilos de atuação.

## 4 Resultados

O Conselho de Administração médio tem apresentado um perfil predominantemente dedicado a atividades de natureza gerencial, participando ativamente do processo decisório, ao invés de se restringir a ser o órgão máximo do monitoramento, como preconizado pela Teoria da Agência. Seu ponto de atuação mais frequente está associado a decisões de natureza financeira, como a emissão de novos ativos, a emissão de dívidas e a prestação de garantias, ao passo que sua principal atuação na área supervisória está relacionada ao acompanhamento dos relatórios administrativos e contábeis, de forma similar ao reportado por Freitas Neto e Mól (2017) para o subperíodo 2010-2013. Os quantitativos estão sumarizados na Tabela 1.

**Tabela 1**  
Segmentação dos papéis por ano

Ano	Observações	CAs com Perfil Supervisório	Razão de decisões Supervisórias / Gerenciais	Média de Decisões de natureza Supervisória (%)	LSA (%)
2010	97	36	1,0849	44,87 (16,66)	44,61
2011	97	40	1,0717	47,82 (14,63)	45,58
2012	97	36	1,0211	46,89 (13,79)	44,09
2013	97	36	0,9786	46,05 (13,13)	44,12
2014	97	28	0,9263	43,57 (14,24)	42,03
2015	97	34	1,1191	45,65 (13,70)	41,05
2016	97	37	0,9820	46,55 (12,40)	41,36
Anova (por ano)			0,347	0,122	6,026*
Anova (por firma)			2,646***	5,724***	6,610***

**Nota.** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. O Teste de Análise de Variância (Anova) foi aplicado sobre os percentuais de decisões de natureza supervisória em relação à quantidade total de decisões; sobre a razão de decisões supervisórias em relação à quantidade de decisões gerenciais; e sobre o indicador de aderência à legislação corporativa (LSA), a fim de verificar se permanecem com o mesmo perfil ao longo dos anos – Anova (por ano); e em todo o Novo Mercado, usando a companhia como fator de agregação – Anova (por firma).

Nota-se que mais de um terço das deliberações encontram sua fonte primeira na Lei 6.404/1976, principal lei corporativa brasileira e cujos efeitos alcançam todas as companhias de capital aberto, sendo uma fonte de isomorfismo coercitivo. Assim, por força dessa norma, há a determinação da participação do CA em certos eventos da firma, como a indicação e a demissão de membros da diretoria executiva, bem como a fixação da remuneração desses.

O pertencimento ao Novo Mercado pouco adiciona ao rol de atividades exigidas do CA, salvo a obrigatoriedade da manifestação acerca de ofertas públicas de aquisição, embora interfira na dinâmica entre os conselheiros e a própria companhia, por medidas como a adesão compulsória à Câmara de Arbitragem (BM&FBovespa, 2011). Desse modo, restam configurados elementos – legais e infralegais – que constituem pressões normativas ao perfil das companhias e, se supõe, devem suportar o processo isomórfico.

Com efeito, pôde-se constatar, por meio da Análise de Variância, que o perfil de atuação dos Conselhos das companhias, no nível do Novo Mercado, mantém-se ao longo dos anos, embora o nível de aderência da atuação ao previsto na legislação possua significativas oscilações. Dessa maneira, é possível que a regra escrita – a norma legal – esteja impactando com menor intensidade o processo de homogeneização das práticas do que os componentes culturais da identidade do Novo Mercado.

Apesar disso, verifica-se que os Conselhos das companhias, a nível de Novo Mercado, apresentam comportamento deliberativo significativamente distinto, distanciando-se da perspectiva do isomorfismo coercitivo e da possibilidade de confirmação da H1. Destarte, há alguma pressão legal sendo exercida sobre os CA, mas esta os afeta de forma desigual e insuficiente para caracterizar um padrão homogêneo.

Considerou-se a possibilidade de haver um efeito específico entre os setores, dadas as características particulares de cada indústria, e.g. regulação e estrutura de capital e necessidade de imobilização de recursos. Considerados todos os setores, observou-se, conforme a Tabela 2 e segundo a Análise de Variância, que as médias dos setores não é estatisticamente igual, embora estáveis ao longo dos anos.

**Tabela 2**  
Análise do perfil de atuação em função do setor da economia e do período

Setor	n	Média (Desvio-Padrão)							Anova
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
Bens Industriais	18	0,89 (0,65)	0,85 (0,55)	0,82 (0,43)	0,65 (0,29)	0,65 (0,39)	0,69 (0,36)	1,08 (0,64)	0,04
Consumo Cíclico	26	1,51 (1,62)	1,29 (0,64)	1,27 (0,55)	1,37 (0,70)	1,21 (1,20)	1,75 (3,55)	1,11 (0,46)	1,19
Consumo não-	11	1,13	1,37	0,85	0,80	0,84	0,95	0,86	2,66

Cíclico		(0,83)	(0,65)	(0,41)	(0,29)	(0,46)	(0,61)	(0,49)	
Financeiro e Outros	17	1,09 (1,27)	1,07 (0,59)	0,97 (0,64)	1,01 (0,52)	1,02 (0,64)	1,20 (1,66)	0,90 (0,38)	0,74
Materiais Básicos	5	0,91 (0,39)	1,17 (0,74)	1,30 (1,01)	1,07 (0,72)	0,76 (0,30)	0,73 (0,42)	1,14 (0,74)	0,34
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	0,57 (0,44)	0,68 (0,31)	0,58 (0,11)	0,67 (0,16)	1,04 (0,36)	0,77 (0,38)	0,65 (0,27)	1,44
Saúde	6	0,68 (0,33)	0,95 (0,29)	1,19 (0,74)	0,87 (0,45)	0,92 (0,32)	0,87 (0,44)	1,25 (0,63)	1,61
Tecnologia da Informação	2	0,82 (0,25)	0,70 (0,19)	1,38 (0,66)	1,17 (0,15)	0,76 (0,25)	0,79 (0,29)	0,52 (0,09)	1,31
Utilidade Pública	8	0,82 (0,62)	0,79 (0,46)	0,81 (0,41)	0,77 (0,46)	0,64 (0,34)	0,79 (0,34)	0,68 (0,26)	0,02
Anova (todos os anos)		4,67 ***							

**Nota.** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Os resultados da Anova nas linhas indicam se há diferenças entre as razões de decisões das firmas daquele setor, utilizando o tempo como variável de agrupamento. O resultado da Anova (todos os anos) utiliza como fator de agrupamento os 9 setores, sendo incluídas todas as firmas ao longo de todos os anos como observações. Os resultados são robustos ao teste de agrupamento dos setores de Tecnologia da Informação e Petróleo, Gás e Biocombustíveis como um único setor, devido à baixa quantidade de observações em cada um.

Dessa forma, reforça-se a não confirmação de H1, posto que não foi detectada a homogeneidade dos perfis de atuação do CA entre os setores empresariais do Novo Mercado. Com isso, percebe-se que as melhores práticas de governança, comuns a todas as empresas do grupo, não são suficientes para unificar as práticas de gestão dos Conselhos de Administração.

Além disso, verificou-se que não há diferença sistemática no perfil médio de atuação dos setores ao longo dos anos, sugerindo que as idiosincrasias de cada grupo, potencialmente responsáveis pela diferenciação a nível de segmento, têm se mantido fixas, o que não necessariamente implica em os perfis das companhias dentro deles serem similares ou mesmo terem estado constantes, posto que desvios comportamentais por uma empresa dentro de uma indústria podem estar sendo compensados por outros desvios em sentido contrário promovidos por outra firma. A análise dos casos dentro de um mesmo setor é apresentada na Tabela 3.

**Tabela 3**  
Análise do perfil de atuação de empresas de mesmo setor

Setor	n	Anova
Bens Industriais	18	3,49 ***
Consumo Cíclico	26	1,88 **
Consumo não-Cíclico	11	2,11 **
Financeiro e Outros	17	3,47 ***
Materiais Básicos	5	8,29 ***
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	0,29
Saúde	6	5,00 ***

Tecnologia da Informação	2	0,34
Utilidade Pública	8	15,71 ***

**Nota.** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. A Anova é efetuada para cada setor, analisando se todas as firmas, ao longo dos 7 anos, apresentam médias de razões de decisões supervisórias / gerenciais estatisticamente similares.

Percebe-se que as firmas componentes de cada setor apresentam, entre si, perfis consideravelmente diferentes, não havendo indícios claros de isomorfismo mimético, o que seria esperado em decorrência da sujeição as incertezas similares, como fatores macroeconômicos e questões tributárias aplicáveis. Verifica-se, dessa forma, a não confirmação de H2.

Destarte, os resultados sugerem que a gestão das firmas ou não está sendo significativamente influenciada por suas concorrentes diretas, ou as companhias estão optando por estratégias de diferenciação em relação a suas concorrentes, emitindo sinais diferentes dos pares, ao ponto de distanciarem suas práticas.

Nesse sentido, é possível que haja efeito similar ao apresentado por Han (1994), em que apesar de certo conjunto de firmas de alto prestígio em seus mercados sofrer a mesma pressão coercitiva de submeter seus relatórios a auditoria independente, a diferenciação ocorria pela escolha de firmas diferentes para a análise das demonstrações.

Apesar disso, posto que o Novo Mercado, no agregado, mantém suas práticas ao longo do tempo, é possível que haja um elemento suprasetorial que esteja colaborando para a disseminação e manutenção do *status quo*. Analisando pela perspectiva do isomorfismo normativo e da demanda por profissionalização, as pressões podem ser aliviadas pela formação de redes de relacionamento entre conselheiros, o que enseja a análise do *interlock*, conforme explicitado na Tabela 4.

**Tabela 4**  
Perfil médio dos *interlocks* por empresa

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Interlocks</i>	2,32 (2,24)	2,29 (2,06)	1,79 (1,82)	1,77 (1,65)	1,65 (1,57)	1,63 (1,50)	2,02 (2,02)
Percentual TT	0,58 (0,34)	0,51 (0,35)	0,45 (0,37)	0,53 (0,39)	0,44 (0,42)	0,48 (0,39)	0,42 (0,37)
Percentual FT	0,50 (0,11)	0,49 (0,09)	0,51 (0,12)	0,51 (0,13)	0,57 (0,19)	0,53 (0,14)	0,51 (0,11)
Wilcoxon	4.056**	3.560	2.780	3.619	2.776	2.924	2.558
Wilcoxon (todos os anos)	156.020						

**Nota.** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Percentual TT representa o percentual de firmas, dentre o conjunto de empresas com as quais a empresa *i* tem

*interlock* de conselheiros, cujos CA partilham o mesmo papel predominante que a empresa *i*; Percentual FT representa o percentual de firmas, dentre o conjunto de empresas com as quais a empresa *i* não tem *interlock* de conselheiros, cujos CA partilham o mesmo papel predominante que a empresa *i*. O teste de Wilcoxon é utilizado para comparar se a mediana dos perfis gerenciais das empresas sob a condição TT é maior que aquelas categorizadas sob o rótulo FT, sendo os resultados apresentados por ano e no agregado.

Nota-se grande variabilidade na quantidade de *interlocks* entre as empresas, o que induz à alta variância no percentual de empresas conectadas que partilham o perfil de atuação. Em nenhuma das análises foi verificada diferença significativa entre os grupos, o que se traduz em o *interlock* não sinalizar maior probabilidade de similaridade entre os perfis de atuação.

Assim, embora não seja possível excluir a possibilidade que ocorra alguma transmissão de conhecimentos por esse canal, não há relação sistemática a ponto de ser possível tomá-la como um elemento homogeneizador, o que impede o aceite de H3. Diante disso, é provável que os *interlocks* no Brasil estejam mais associados aos relatos da MDA, na medida que podem servir a interesses particulares dos conselheiros, como vantagens reputacionais, ou a itens que não ensejem um perfil de atuação em particular, como a captura de recursos prevista na TDR, como negociações fora do *boardroom*.

Ademais, como forma de analisar a robustez dos resultados apresentados, foi verificada a relação entre o *interlock* de conselheiros e duas características da firma: independência do CA e estratégia de remuneração da diretoria executiva, com base no percentual de remuneração variável. Para isso, verificou-se: (a) se a mediana do atributo  $\alpha$  para o grupo de empresas com as quais a empresa *i* faz *interlock* é igual ao valor do seu próprio atributo; e (b) se a mediana do atributo  $\alpha$  para o grupo de empresas com as quais a empresa *i* não faz *interlock* é igual ao valor do seu próprio atributo.

Se (a) não pode ser rejeitada e (b) é estatisticamente diferente, conclui-se que o *interlock* tem exercido influência sobre a determinação do atributo  $\alpha$ , ao que se indica o valor “Sim”. Se ambas (a) e (b) não podem ser rejeitadas, o resultado é inconclusivo. Se (a) for rejeitada, presume-se que o *interlock* não é condição suficiente para a determinação da homogeneidade do atributo, recebendo o valor “Não”. Se não há relação de *interlock* para a empresa *i*, não é possível testar a hipótese. Os resultados são apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5**  
Teste de hipóteses em relação aos *interlocks*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Empresas com <i>interlock</i>	80%	76%	69%	75%	73%	74%	74%

Independência	Sim	43%	70%	60%	68%	57%	56%	52%
	Não	28%	6%	4%	2%	12%	5%	16%
	Inconclusivo	9%	0%	5%	5%	4%	13%	6%
	Sem <i>interlock</i>	20%	24%	31%	25%	27%	26%	26%
Remuneração Variável (%)	Sim	65%	58%	53%	59%	61%	58%	62%
	Não	15%	18%	16%	16%	12%	16%	12%
	Inconclusivo	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	Sem <i>interlock</i>	20%	24%	31%	25%	27%	26%	26%

**Nota.** Foram testadas para cada empresa  $i$  da amostra, em cada ano  $j$ , se: a) a mediana da quantidade de conselheiros independentes nas empresas com as quais  $i$  faz *interlock* é estatisticamente igual à mediana das empresas com as quais  $i$  não tem *interlock*; b) a mediana do percentual de remuneração variável da diretoria executiva nas empresas com as quais  $i$  faz *interlock* é estatisticamente igual à mediana das empresas com as quais  $i$  não tem *interlock*. É reportado o percentual de empresas em que essas diferenças foram estatisticamente significativas a 5%, de acordo com o teste de Wilcoxon.

Dessa forma, percebe-se que os *interlocks* estão associados a similaridade em ambas as características, posto que o percentual de empresas em que os atributos das conectadas coincide é superior aos casos em que mesmo compartilhando conselheiros as empresas apresentam valores díspares. Assim, é possível presumir a influência do isomorfismo normativo, derivado das atitudes dos conselheiros, o que reforça a confirmação da terceira hipótese do estudo.

Ressalva-se que sobre o caso específico da quantidade de conselheiros independentes há a influência da pressão coercitiva, posto que o regulamento do Novo Mercado impõe a regra de que deve haver pelo menos 20% de conselheiros independentes, com um mínimo de 2, não sendo permitida a existência de Conselhos exclusivamente formados por *insiders*. Efetivamente, o Conselho médio tem 2,6 conselheiros independentes por CA, convergindo para o mínimo legal.

Do ponto de vista da remuneração de executivos, não há regra geral aplicável, sendo a prática determinada pelos interesses da empresa, sugerindo a imitação voluntária da prática. Esse resultado diverge de Wong et al (2015), em que se detectou similaridade substancial apenas para as formas de compensação baseada em opções de ações em uma amostra de firmas estadunidenses.

Ainda, é possível que a existência de *interlocks* dentro de um mesmo setor possa confundir a interpretação dos resultados, isto é, dado que foi encontrada estabilidade dentro dos setores ao longo dos anos, mas diferenças significativas intersetoriais, pode haver um efeito de conexões intrasetoriais substantivo. Dessa forma, analisa-se, na Tabela 6, a quantidade de *interlocks* realizados entre empresas do mesmo setor.

**Tabela 6**  
Análise *interlock* por setor

	Obs.	Geral	Intrasetorial
Bens Industriais	126	82%	27%
Consumo Cíclico	182	66%	33%
Consumo não-Cíclico	75	70%	3%
Financeiro e Outros	117	74%	19%
Materiais Básicos	35	94%	23%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	25	63%	0%
Saúde	42	98%	67%
Tecnologia da Informação	14	57%	0%
Utilidade Pública	56	75%	14%

**Nota.** Obs. refere-se ao número de observações; Geral indica o percentual de observações, por setor, que apresentaram pelo menos um *interlock* com outra firma do Novo Mercado; Intrasetorial trata do percentual de observações que apresentaram pelo menos um *interlock* com firmas do próprio setor.

Verifica-se que, à exceção das firmas do ramo de saúde, a formação de *interlocks* dentro do próprio setor não tem sido uma prioridade para os participantes do Novo Mercado, embora se note que o compartilhamento de conselheiros tem sido uma prática comum entre as companhias desse segmento. Destarte, os efeitos percebidos para a análise intrasetorial não devem estar sendo impactados pelas conexões com firmas do mesmo setor. Assim, reforça-se a ausência de confirmação de H2 e da premissa de Chen et al (2009), que discutem a possibilidade de conexões intrasetoriais promoverem características de investimentos similares.

## 5 Considerações Parciais

A análise do estágio de compartilhamento de perfis de atuação dos Conselhos de Administração de firmas brasileiras pode prover *insights* sobre a interação entre companhias, à medida que se percebe a forma como elas tendem a responder às pressões do ambiente. Embora o Novo Mercado da B3 constitua um grupo de empresas que pretende sinalizar a adoção das melhores práticas de Governança Corporativa, não se conhece com precisão o quanto isso afeta a gestão da companhia.

Nesse sentido, o primeiro resultado relevante foi a percepção de estabilidade temporal quando tomados os níveis de agregação – Novo Mercado e Setor. Embora esse resultado forneça evidências de que, no período, não há choques nas práticas de governança, como posteriormente pode ser verificado com as mudanças ocorridas no regulamento do Novo Mercado em 2017, não é o suficiente para garantir que as empresas estão imitando as práticas



dos pares, sendo mais provável que o efeito decorra do processo de amadurecimento das políticas organizacionais relativas à pertença ao Novo Mercado.

Assim, a análise do processo de isomorfismo pode ocorrer sobre três vertentes. Na perspectiva do isomorfismo coercitivo, deveria haver pressões impositivas que direcionassem a práxis do Conselho, como a Lei das Sociedades Anônimas e o Regulamento do Novo Mercado. Foi constatado que menos da metade do trabalho reportado pelos Conselhos decorre de prescrição legal, além de o número de conselheiros independentes convergir para o mínimo requerido pela autorregulação do segmento. Por isso, afirma-se que apesar de haver algum nível de influência em relação à similaridade das práticas, não constitui um fator preponderante.

Da perspectiva do isomorfismo mimético, presumiu-se que as empresas cumulativamente pertencentes ao mesmo setor e ao mesmo segmento de listagem poderiam estar sujeitas às incertezas similares, o que implicaria em práticas de gestão homogêneas, o que não foi constatado, sugerindo que as empresas apresentam características predominantemente individuais, sendo pouco influenciadas por uma macrocultura. Além disso, levanta-se que as práticas compartilhadas de governança, como a ausência de dualidade do CEO, não induzem à similaridade de Conselhos, um efeito que poderia ser esperado em decorrência do afastamento do poder executivo, mas de práticas pontuais, como o sistema de remuneração.

De forma geral, verifica-se que os setores não apresentam estilos homogêneos, sugerindo que as características intrínsecas da atividade econômica desenvolvida sobrepujam práticas tidas como importantes para a estrutura de governança, na definição do perfil dos Conselhos. Esse resultado é expandido pelo fato de que não foi encontrada convergência no agir das empresas pertencentes ao mesmo setor, quando verificadas a partir de uma perspectiva em *cross-section*. Assim, é possível presumir que a análise da gestão, no nível de agregação proposto pela B3, não apresenta similaridade suficiente para a detecção de convergência entre as práticas de gestão.

Ademais, apesar de haver equilíbrio diacrônico nos setores, não é próprio assumir que as empresas estejam se comportando da mesma maneira, afastando a ideia de respostas padronizadas às incertezas econômicas. *Per se*, esse fenômeno não constitui um problema para a gestão empresarial, dado que pode estar resguardada por valores e cultura organizacional tais que seu bom funcionamento possa não estar comprometido. Contudo, conhecer que o papel do CA não é homogêneo põe em cheque o que se supõe sobre a atividade desempenhada pelos administradores.

A perspectiva do isomorfismo normativo pode ser analisada sob o prisma do mercado de conselheiros, à medida que foram tratadas a ocupação de cargos em diversos Conselhos e as estratégias de remuneração de diretores executivos. Percebeu-se que os *interlocks* facilitam a disseminação de políticas de compensação similares, mas não são o bastante para direcionar o comportamento geral dos Conselhos. Assim, também não é possível concluir que a pressão normativa seja preponderante para a homogeneização das práticas gerenciais. A reinterpretção da motivação do *interlock* como mecanismo de resposta às incertezas, na ótica mimética, apenas reforça os achados listados.

Esse resultado não contradiz a perspectiva da TDR, no momento em que aqui não se diminui a utilidade do *interlock* para a captura de recursos, sendo questionado apenas que nesse interim não está sendo enquadrada a convergência de práticas, como postulado pelo suposto benefício atrelado ao isomorfismo mimético. Caso os Conselhos possuíssem padrões de atuação, riscos reputacionais poderiam ser reduzidos, à medida que aquele perfil seria implicitamente e socialmente validado.

Além disso, é possível conciliar as evidências obtidas com motivações teóricas frequentes para o *interlock*, como a redução da assimetria informacional junto a instituições financeiras, e, inclusive, em relação a Multiple Directorship Approach, já que os incentivos pessoais dos conselheiros podem constituir de fator primordial para a ocupação de múltiplas posições.

Conjuntamente, esses resultados sugerem que as empresas empregam os Conselhos em níveis de atuação e propósitos diferentes. Cada firma tem atribuído uma função particular e vislumbrado a atuação específica para o CA, o que pode ser considerado, na média, uma validação de sua importância, quando se presume que caso esse instituto não possuísse relevância e fosse generalizadamente adotado por mero *enforcement* normativo, as práticas seriam mínimas e idênticas entre si.

Academicamente, demonstra-se a necessidade de se refletir sobre a atuação dos Conselhos quando da elaboração de *proxies*. Dado que práticas tidas como relevantes para a Governança Corporativa não tem se traduzido em perfis de natureza similar entre as empresas, pode se tornar dúbio que o comportamento das empresas frente às práticas, como a ausência de dualidade, seja idêntico.

Por conseguinte, estudos que analisem práticas empresariais de diferentes segmentos de listagem não deveriam se basear na ideia de que, internamente, as empresas possuem características similares. Porquanto possa ser verdade que elas emitam um sinal comum ao mercado – como a intenção de aprimorar a *accountability* – ao ingressar no Novo Mercado, o

papel exercido pelos Conselhos diverge. Assim, é dúbio afirmar que a responsabilidade atribuída ao CA em relação ao desempenho empresarial possa ser uniforme entre as companhias.

Embora os resultados tenham sido consistentes, ressalta-se que não são generalizáveis para todas as empresas de capital aberto, dado que o recorte desta investigação envolveu um único segmento de listagem, presumivelmente dotado do melhor conjunto de práticas de governança corporativa. Assim, tem-se que não foram observados critérios inferenciais estritos.

Por fim, os resultados apresentados podem ser utilizados na literatura sobre finanças corporativas, posto que são apresentados elementos que questionam o quanto as companhias apresentam reações similares a eventos de mercado, ao se tomar por base o perfil de atuação dos Conselhos. Dessa forma, estudos posteriores podem se dedicar a analisar o quão próximas são as firmas do Novo Mercado sob a perspectiva de diversos elementos da Governança e como o perfil de risco das companhias se comporta frente a eles, além de analisar diferenças presentes entre os diferentes segmentos de listagem.

## **Terceiro Ensaio:**

### **Reflexos do papel do Conselho de Administração sobre o custo de capital das firmas do Novo Mercado da bolsa de valores brasileira**

#### **Resumo**

O objetivo da pesquisa é analisar a influência do perfil de atuação predominante do Conselho de Administração das firmas do Novo Mercado da bolsa de valores brasileira sobre o custo de capital próprio e de terceiros, à luz da Hipótese da Redistribuição de Riquezas e da argumentação das teorias da Agência e da Dependência de Recursos. Foram analisadas as atas das reuniões dos Conselhos de Administração, adaptando o esquema de classificação de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), a fim de traçar os perfis dos Conselhos, e regredi-los contra o custo de capital das companhias, por meio de modelagem GMM-Sys. Identificou-se que a maior parte dos Conselhos exercem funções predominantemente gerenciais, desviando-se da expectativa inicial, baseada na Teoria da Agência, de que o papel desempenhado estaria essencialmente associado ao monitoramento. Para o custo de capital próprio, observou-se que a frequência das reuniões é um fator fundamental para a efetividade da atuação dos Conselhos, e que a ênfase na atividade supervisória pode representar a redução do custo de capital próprio. Não foi possível identificar relação sistemática entre o custo de capital de terceiros e a forma de atuação dos Conselhos de Administração. Dessa forma, a relação das classes de *stakeholders* com as práticas de Governança é divergente, indicando que o Asset Substitution Problem não tem se constituído um problema severo para o mercado brasileiro. Pode-se inferir, portanto, que as necessidades informacionais de cada categoria são diferentes, demandando estratégias específicas para seu atendimento, sendo o Conselho particularmente importante para os acionistas.

**Palavras-Chave:** Conselhos de Administração. Custo de capital próprio. Custo de capital de terceiros.

## 1 Introdução

O custo de capital de uma firma é composto por dois elementos: o custo de capital próprio, que reflete o quanto os acionistas exigem da empresa pelo investimento, e o custo de capital de terceiros, que indica o quanto está sendo cobrado pelos credores. Ambos consideram a expectativa de fluxos de caixa futuros da companhia (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004) e estão sujeitos a riscos de agência, em que a parte gestora pode agir em interesse próprio, expropriando acionistas e credores; e ao risco de informação, derivado das diferenças de informações detidas entre os gestores e os *stakeholders* (Bhojraj & Sengupta, 2003).

Dentro dessa estrutura, o Conselho de Administração (CA) aparece como o órgão máximo de monitoramento (Zahra & Pearce, 1989), devendo ser útil para a companhia à medida que visa assegurar que os agentes estão agindo de acordo com suas responsabilidades, mitigando possíveis riscos. Com efeito, pesquisas anteriores evidenciaram que características do CA, a exemplo do *busyness* (Chakravarty & Rutherford, 2017) e do nível de independência, *board expertise* e captura pelo CEO (Ashbaugh-Skaife et al, 2006) podem influenciar o custo de capital de uma firma.

Ademais, presume-se que ambos credores e acionistas beneficiam-se de uma governança corporativa mais efetiva e com maior ênfase na atividade de monitoramento. Conselhos bem estruturados podem reduzir problemas de agência (Ghouma, Ben-Nasr, & Yan, 2018) e ter sua atuação complementada por mecanismos externos de controle, como a supervisão exercida por instituições financeiras (Fields, Fraser, & Subrahmanyam, 2012), favorecendo a redução da assimetria informacional e comportamento gerencial oportunístico, conforme discutido por Lorca, Sanchez-Ballesta e García-Meca (2011).

Por outro lado, pode haver casos em que o Conselho tenha incentivos para ser leniente em relação às práticas gerenciais ruins. Há evidências de que Conselhos permitam certo nível de entrincheiramento gerencial, ao tentar evitar emitir um sinal negativo para o mercado ao demitir o CEO (Dow, 2013). Isso poderia induzir um aumento no custo de capital (Ghouma, 2017), à medida que os processos não estariam sendo eficazes, o que é indesejável para ambos acionistas e credores.

No geral, boas práticas de governança, tal qual transparência e *accountability*, deveriam favorecer a probabilidade de que as estimativas estejam corretas e que os fluxos de caixa futuro ocorrerão dentro do intervalo esperado, ressalvados os riscos usuais do negócio. Entretanto, pode haver um subconjunto de práticas que poderia ser consideradas como um empoderamento do outro grupo e, portanto, enfrentar algum nível de rejeição, como explicado

pelo *asset substitution problem*. A adoção de cláusulas de limitação de responsabilidade para conselheiros, conforme Bradley e Chen (2013), favorece a escolha de estratégias de investimento menos arriscadas, o que deveria se provar mais seguro para suas carreiras e melhor visto pelos credores, ao passo que para os acionistas poderia ser melhor que projetos com maior grau de risco – e maior retorno esperado – fossem aceitos.

Enquanto a influência dos credores pode contribuir com a melhoria do monitoramento da gestão, a Hipótese da Redistribuição da Riqueza afirma que práticas de governança que beneficiam um único grupo – quer credores ou acionistas – tende a ser negativamente tomada pelo outro: o fortalecimento (ou enfraquecimento) dos direitos dos acionistas pode levar a uma situação negativa (positiva) para os credores (Ashbaugh-Skaife et al, 2006). Essa ideia está alinhada com Chakravarty e Rutherford (2017), que asseveram que os credores preferem um fraco controle pelos acionistas, dados os riscos relativos ao *asset substitution problem*.

Essencialmente, de acordo com a Teoria da Agência, há o risco de expropriação pela diretoria executiva, o que pode levar a redução dos fluxos de caixa futuros, afetando a todos os *stakeholders* (Ashbaugh-Skaife et al, 2006). Além disso, há uma diferente percepção de quem ganha com os resultados gerados pelos mecanismos financeiros. É possível que após a contração de empréstimo junto a uma instituição financeira, os acionistas alterem as políticas empresariais e passem a assumir projetos com maior risco do que aqueles usados quando da precificação da dívida. Em sendo esses projetos bem sucedidos, os resultados extraordinários caberão somente aos acionistas, ao passo que caso não o sejam, ambas as partes sofrerão as consequências (Klock, Mansi, & Maxwell, 2005).

Embora essa linha de pesquisa ofereça alguns *insights* sobre o tema, como o fato de que um conselheiro ocupar posições em diversos conselhos simultaneamente pode não ser considerado detrimental para os credores, ainda que possa sê-lo para os acionistas (Chakravarty & Rutherford, 2017), ela não aborda diretamente a atividade dos Conselhos de Administração. Assim, presume-se que conselheiros independentes aumentam a efetividade do monitoramento, o que deveria implicar em um menor custo de capital, mas não se o conselho tem uma atividade efetivamente direcionada ao monitoramento, de forma a aproveitar essa característica.

Ainda, não é claro como a atuação dos Conselhos de Administração pode influenciar o custo de capital das companhias, já que ainda não há estudos relacionando-o com as atividades efetivamente desenvolvidas. No Brasil, duas tentativas de verificar diretamente o papel dos Conselhos foram realizadas. Martins e Rodrigues (2005), utilizando o *framework* de Zahra e Pearce (1989), conseguiram apurar, junto a 71 companhias, que a atuação do

Conselho estava voltada principalmente a funções de desenvolvimento da estratégia corporativa e do processo de controle. Freitas Neto e Mól (2017), usando o esquema de codificação de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), concluíram que o papel predominante nas empresas do Novo Mercado da então BM&FBovespa era o gerencial.

Destarte, o presente estudo contribui com a análise da contribuição da atuação do Conselho de Administração para a formação dos custos de capital próprio e de terceiros. Dado que o uso de *proxies* de organização, tais quais Tamanho do Conselho e Independência, podem ser representações pobres da atividade dos CA, foi seguida a estratégia metodológica de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) e Freitas Neto e Mól (2017).

Assim, foram codificadas as decisões presentes nas atas de reuniões dos Conselhos, identificando-se o papel predominante de cada CA, que é regredido contra cada modalidade de custo de capital. Tendo sido percebido que decisões relacionadas a dívida e emissão de ações são frequentes, esperava-se haver relação direta entre a atuação dos Conselhos e o custo de capital, o que não foi confirmado pelas regressões.

Os resultados apontam que o custo de capital próprio está associado a atuação dos CA, quando estes são considerados mais ativos, isto é, reúnem-se com mais frequência do que o mínimo estritamente necessário para a avaliação das demonstrações financeiras, papel que lhe é legalmente incumbido pela Lei 6.404/1976.

## **2 Aspectos Teóricos**

O custo de capital tem sido um tópico amplamente discutido. Enquanto o custo da dívida pode ser diretamente mensurado, dado que decorre de contratos, alguns estudos têm desenvolvido modelos para derivar como se deve medir o custo de capital próprio, como o Capital Asset Pricing Model (CAPM), os modelos de três e cinco fatores de Fama e French, o *momentum* de Carhart e, mais recentemente, os métodos implícitos.

O CAPM é um modelo unifatorial clássico que estima o excesso de retorno de um ativo financeiro usando sua sensibilidade histórica em relação aos excessos de retorno do mercado, que é uma medida de retorno geral para um dado mercado. Algumas tentativas de aprimorá-lo foram feitas, normalmente adicionando-se novas variáveis: Fama e French (1993) adicionaram dois novos parâmetros – tamanho (capitalização de mercado) e valor (Book to Market); Carhart (1997) adicionou o fator *momentum*, baseando-se nas estratégias de Jegadeesh e Titman (1993); enquanto Fama e French (2015) incluíram lucratividade e padrões de investimento ao modelo de três fatores.

Essas tentativas podem ser resumidas em um esforço coletivo de tentar capturar dados adicionais que foram deixados de fora pelo modelo de um fator. Evidências da falha do CAPM eram apresentadas, tais como sua ausência de habilidade em explicar o porquê de companhias menores possuírem melhores retornos que as maiores, o que levou à necessidade de expandir o modelo de forma a considerar o tamanho das firmas, como feito por Fama e French (1993) e pelos estudos que neles se baseiam.

Alternativamente, pode-se usar a lógica da taxa interna de retorno para analisar as expectativas em relação aos fluxos de caixa futuros da firma: o custo implícito de capital. O principal problema aqui é a geração desses fluxos, por serem o *input* mais relevante para o desenvolvimento do modelo – e caso divirjam das expectativas dos participantes do mercado, o modelo não poderá ser tomado como correto, e não há forma de verificar o grau de precisão.

Assim, como afirmado por Echterling, Eierle e Ketterer (2015), é usual utilizar as previsões dos analistas *sell-side*, por estarem disponíveis em algumas bases de dados. Nenhum dos modelos clássicos listados está particularmente direcionado a questões de governança corporativa, estando primariamente direcionados às características financeiras da companhia, tais como preços de ações e retornos operacionais.

Entretanto, há evidências de uma relação conflitante entre os interesses de acionistas e credores em relação aos fluxos de caixa de uma companhia, que deve ser tratada no âmbito do sistema de governança corporativa da firma (Fields et al, 2012). Há necessidade, por parte de investidores e de credores, em monitorar e disciplinar a gestão das empresas com as quais se relacionam.

Se há práticas de governança corporativa que disciplinam a gestão do CEO, evitando comportamentos oportunistas, e induzindo a boas decisões para os *stakeholders*, todas as partes ganham – e, nesse sentido, os interesses de ambos credores e acionistas estão alinhados (Ashbaugh-Skaife et al, 2006). Sob essa ótica, o sistema de governança deve ter influência sobre a redução do custo de capital da empresa. Cite-se que embora o custo da dívida seja beneficiado pelo *tax shield*, esse benefício pode ser minimizado pelos efeitos dos problemas de agência causados pelas diferenças entre credores e acionistas (Parrino & Weisbach, 1999).

## **2.1 Desenvolvimento do modelo teórico**

A presunção inicial é a de que o Conselho de Administração é o órgão máximo do monitoramento de uma companhia (Fama & Jensen, 1983; Zahra & Pearce, 1989). Dessa forma, supervisionando a produção de informações financeiras e garantindo a transparência



do processo decisório, colabora com a qualidade de previsões feitas com base nessas cifras, reduzindo possíveis prêmios pelo risco (Lorca et al, 2011).

Entretanto, a atuação do CA também pode adquirir caráter gerencial relevante. Nesse sentido, mesmo que a análise dos relatórios financeiros seja uma atividade importante de monitoramento, a decisão de manter ou demitir o CEO responsável pelos resultados reportados é de natureza gerencial (Schwartz-Ziv & Weisbach, 2013).

Sobre esse ponto, Fama e Jensen (1983) apontam que para o sistema de controle das decisões ser efetivo, é necessário que haja algum distanciamento entre a ratificação/monitoramento e a tomada de decisões e respectivas implementações. Nesse sentido, embora alguns aspectos de gestão lhes sejam pertinentes, a ênfase na atividade gerencial, por parte do CA, pode ser detrimental para o processo supervisório e, por isso, implicar em maior custo de capital para a companhia.

Esse argumento é reforçado pela abordagem da Teoria do Bom Representante, em que se discute que não é necessário assumir, a priori, que os agentes são egoístas e estão perenemente planejando a subtração de recursos dos principais; ao invés, são sujeitos com aspectos cognitivos singulares e que podem perceber utilidade no trabalho e na sua reputação (Donaldson & Davis, 1991; Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997; Muth & Donaldson, 1998).

Com base na Teoria do Bom Representante, tem-se que a centralização da atividade gerencial na diretoria executiva – e particularmente no CEO, pode, para fortalecer sua capacidade deliberativa, assumir concomitantemente a presidência do Conselho de Administração, prática condenada pelo regulamento do Novo Mercado da B3 e pelo paradigma dominante – a Teoria da Agência. Postula-se, sob essa ótica, que a atividade do CA deve ser de natureza supervisória e de provimento de recursos, estando em consonância, ainda, com a Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978).

A qualidade dessa supervisão pode ser moderada por dois itens principais. A partir do provimento de recursos e da complexidade organizacional, conselhos maiores podem conter membros com experiências mais diversificadas e formar comitês especializados para melhor tratar os aspectos monitorados (Upadhyay & Siriam, 2011), bem como fixar políticas de remuneração adequadas para a diretoria. É possível que conselhos maiores sejam percebidos como melhor aptos ao monitoramento e isso se traduza em menores custos de capital (Helland & Sykuta, 2005; Upadhyay & Siriam, 2011). Para o caso específico dos credores, esse resultado é suportado pelos achados de Anderson et al (2004) e Fields et al (2012).

Além disso, o processo de monitoramento pode ser influenciado pelo grau de independência dos conselhos, posto que empregados da própria companhia podem não ter os incentivos necessários para confrontar a diretoria executiva e exercer seu papel adequadamente. Com efeito, Helland e Sykuta (2005), afirmam que CA com maior concentração de *insiders* tendem a ser menos efetivos na supervisão da companhia, havendo, inclusive, evidências de que essas empresas são mais suscetíveis a processos judiciais oriundos dos próprios acionistas.

A expectativa, portanto, é de que conselhos mais independentes estejam associados a menores custos de capital, embora Harris e Raviv (2008) alertem para o fato de que a adição de novos *outsiders* pode ter como efeito colateral problemas de *free rider*, caso os conselheiros percebam que o valor da informação que podem prover foi reduzida, dada a entrada de um novo *expert* no grupo, reduzindo o esforço despendido pelos conselheiros. Para o caso da captação de recursos de terceiros, a expectativa é convergente com os resultados de Anderson et al (2004), Ashbaugh-Skaife et al (2006) e Fields et al (2012).

A frequência de reuniões é um indicativo do nível de atividade do CA, que pode ser analisada sob duas perspectivas: maior nível de atividade pode estar associado a maior qualidade no desempenho do papel do Conselho, quer gerencial ou supervisorio; e uma quantidade excessiva de reuniões pode sinalizar problemas na empresa, dado que haveria uma pressão para que as reuniões acontecessem, na busca por um incremento nos resultados da companhia (Lorca et al, 2011; Vafeas, 1999). Assim, é possível que haja uma interação entre o efeito da quantidade de reuniões do CA e a atuação por ele desempenhada, com efeito amplificador e que, apesar dessa relação, haja um ponto de mudança em que o sinal emitido passe a ser negativo.

Ademais, dentro dos mecanismos que tentam alinhar os interesses dos principais, incluindo credores e acionistas, e dos gestores, o sistema de remuneração variável, atrelado às metas ou métricas contábeis, aparece como um tema recorrente (Eisenhardt, 1989). Em sendo o Conselho de Administração outro mecanismo do sistema de controle, e sendo sua própria existência parcialmente um custo de agência (Jensen & Meckling, 1976), presume-se que não deveria ser necessário oferecer também aos conselheiros pacotes de compensação atrelado ao desempenho da companhia.

Entretanto, as evidências são mistas. Enquanto Eisenhardt (1989) afirma que CA capazes de fornecer informação de melhor qualidade tendem a estar associados a sistemas de compensação menos vinculados ao desempenho da empresa, Fich e Shivdasani (2005)

sugerem que a adoção de planos de remuneração baseados em ações gera efeito incremental para o valor da firma, sendo bem aceitos pelos investidores.

Ertugrul e Hegde (2008) relatam que também há um conflito conselheiro-acionista e que a tentativa de solucioná-lo via compensação baseada em ativos patrimoniais pode afetar a relação acionista-credor, à medida que pode transformar a lógica de riscos aceitáveis, com base na divergência de interesses entre detentores de capital em relação aos de dívidas. Nesse sentido, entende-se que a adoção de práticas de remuneração variável sinaliza positivamente para os acionistas, devendo estar associada a menores custos de capital próprio, e negativamente para os credores, elevando o custo de capital de terceiros por meio do *asset substitution problem*.

De forma geral, o modelo pretende analisar o custo de capital das firmas a partir de variáveis de Governança Corporativa, sendo baseado em expectativas oriundas das teorias da Agência, da Dependência de Recursos e do Bom Representante e é pautado em premissas similares para ambos os custos – capital próprio e de terceiros, centrado na atividade de monitoramento.

Utilizou-se controles de caráter financeiro: capitalização de mercado, uma *proxy* para o tamanho da empresa; colateralização, sugerindo a possibilidade de oferta de garantias baseadas em ativos imobilizados; alavancagem, que é uma medida de risco e que possui valor de sinalização tanto para credores – e potencialmente o custo marginal de capital de terceiros – quanto para acionistas; e volatilidade, indicando o risco ao qual estão sujeitos os acionistas, o que também pode transmitir um sinal para os credores, à medida em que há diferentes níveis de assimetria informacional entre as partes.

Por fim, é uma das premissas do modelo que todas as firmas estão sujeitas a regulamentações similares, do ponto de vista da proteção aos *stakeholders*, como a Lei das Sociedades Anônimas e a as normas da Comissão de Valores Mobiliários. Assim, não são esperados efeitos derivados de divergências entre a qualidade da proteção aos minoritários, como discutido por La Porta et al (1998) em relação a mercados pertencentes a países diferentes.

No mesmo sentido, assume-se que a proteção oferecida aos credores de mesma classe diverge por aspectos contratuais, a exemplo da oferta de garantias específicas, e não de normas regulamentares aplicáveis às empresas. A análise proposta insere-se no contexto pós-aprovação da atual lei brasileira de falências e recuperação judicial, a Lei 11.101/2005, que colaborou significativamente para o a proteção e desenvolvimento do crédito no Brasil, conforme demonstrado por Araújo, Ferreira e Funchal (2012).

Além disso, presume-se que as empresas são racionais quanto a identificação do ponto ótimo da relação de custo-benefício entre as atividades de monitoramento e o impacto esperado sobre o custo de capital, dados os efeitos para os quais as regressões estão sendo controladas. Assim, uma empresa com nível sensivelmente maior de imobilização do capital pode garantir empréstimos e ser contemplada com menor prêmio pelo risco, mesmo que não seja percebido um monitoramento amplo, como uma forma de substituição do efeito. Lógica similar é aplicada por Collins e Huang (2011), ao aduzir que há relação positiva entre o entrincheiramento gerencial e o custo de capital próprio: em havendo um *tradeoff* significativo em relação a uma possível redução de capital de terceiros, o custo geral da firma não perceberá um aumento, e sua sustentabilidade não estará necessariamente comprometida.

### **3 Metodologia**

#### **3.1 Amostra, Dados e Operacionalização das Variáveis**

Foram coletadas as atas das reuniões dos Conselhos de Administração, publicamente disponibilizadas pelas companhias no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a partir de 2010. Optou-se pela análise apenas das firmas com as práticas mais elevadas de governança corporativa, o que, no caso da bolsa de valores brasileira, deveria corresponder ao segmento de listagem Novo Mercado. Dessa forma, a amostra foi composta pelas firmas continuamente listadas nesse segmento de 2010 a 2016. Após a exclusão por insuficiência de dados ou por pertença ao setor bancário, a amostra final continha 95 companhias, totalizando 665 observações, dispostas em um painel balanceado.

As atas foram tratadas por meio de análise de conteúdo, com base nas diretrizes de classificação de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), conforme adaptação descrita no Apêndice A. Cada decisão reportada pelas companhias foi classificada como sendo de natureza gerencial ou supervisória, o que permitiu a criação de um perfil para cada empresa, de acordo com a predominância do estilo decisório.

Ressalte-se que, embora as atas de uma mesma companhia apresentem padronização suficiente, os casos inter-firmas, não. Assim, a fim de garantir a comparabilidade, foi necessário agregar alguns grupos de informação, especialmente as pertinentes a processos eleitorais. Por exemplo, se a firma A lista a eleição para cada diretoria como ponto de pauta separado e a firma B trata essa mesma questão como um ponto único, embora o fenômeno seja o mesmo, contabilizá-lo tal qual está na ata pode ocasionar divergências materiais.

Nesse sentido, verificou-se qual era o posicionamento mais adotado pelas companhias, para adaptar o texto da ata antes da categorização. No período, a divulgação de atas referentes as reuniões de comitês de assessoramento do CA era facultativa e o efetivamente reportado, conforme verificado, numericamente insignificante. Por isso, foram consideradas apenas as atas referentes ao próprio Conselho.

Dados financeiros e de governança corporativa foram coletados utilizando-se o pacote GetDFPData, disponível na linguagem R. Esta biblioteca de funções captura os arquivos na base de dados da CVM e os processa, sendo uma alternativa ao uso do software EmpresasNet para o tratamento de Demonstrações Financeiras Padronizadas, Formulário de Referência e Formulários Cadastrais. Apenas o Custo de Capital de Terceiros foi extraído da base de dados Bloomberg®, ao passo que o custo de Capital Próprio foi estimado com base nos dados oficiais disponibilizados pela bolsa de valores brasileira.

As variáveis de interesse estão relacionadas ao papel predominantemente desempenhado pelos conselhos e foram estimadas com duas especificações: percentual e *dummy*, sendo possível diagnosticar se a presença da característica e a força dela são relevantes para a determinação do custo de capital. A especificação das variáveis, inclusive os controles, está estabelecida na Tabela 1.

**Tabela 1**

**Relação das variáveis do estudo**

Custo de capital próprio (eqty)	Estimado pelo Capital Asset Pricing Model. Foram utilizados como parâmetros: retornos diários para o ano t; taxa livre de risco: Selic; prêmio pelo risco: <i>country risk premium</i> , fornecido pelo Bloomberg, que incorpora o risco do país ao excesso de retorno da carteira teórica de ativos arriscados em relação à taxa livre de risco.
Custo de capital de terceiros (debt)	Custo médio da dívida da empresa para o ano t, líquido do efeito tributário, obtido pelo mnemônico WACC_COST_DEBT na base de dados da Bloomberg.
Função do Conselho (role)	Análise de Conteúdo; assume o valor 1, caso a atividade seja predominantemente gerencial; 0, se supervisória. Calculada para cada ano t.
Função do Conselho (%) (pGer)	Análise de Conteúdo; percentual de decisões de natureza gerencial em relação à quantidade total de decisões. Calculada para cada ano t.
Tamanho do Conselho (bsiz)	Quantidade de conselheiros efetivos, conforme apresentado no Formulário de Referência do ano t.
Independência (bind)	Quantidade de conselheiros declaradamente independentes, conforme apresentado no Formulário de Referência do ano t.
Remuneração fixa (%) (bcom)	Percentual da Remuneração fixa em relação ao total da remuneração percebida, conforme apresentado no Formulário de Referência do ano t.

Frequência (bmet)	Quantidade de vezes que o CA se reuniu no ano t, medida pela quantidade de atas apresentadas.
Capitalização de Mercado (cmer)	Logaritmo do produto da última cotação da ação no ano t multiplicada pela quantidade de ações no final do ano t.
Colateral (coll)	Ativo Imobilizado (líquido de depreciação e <i>impairment</i> ) / Ativo Total, no final do ano t.
Retorno sobre o ativo (roas)	Lucro Operacional / Ativo Total, no final do ano t.
Alavancagem (levr)	Passivo Oneroso / Patrimônio Líquido, no final do ano t.
Volatilidade (risk)	Desvio Padrão dos retornos contínuos das ações de todos os dias de transação do ano t.

Os controles levam em consideração tanto aspectos da Governança Corporativa das companhias, como o tamanho do Conselho e a quantidade de membros independentes, quanto aspectos financeiros, a exemplo do nível de ativos imobilizados da companhia, que é uma *proxy* para a oferta de garantias em operações financeiras; o porte da empresa, medido pela capitalização de mercado, conforme sugerido por Fama e French (1993); e métricas associadas ao risco: o quão alavancada é a firma e como é o comportamento da volatilidade de suas ações na bolsa de valores.

Ressalte-se que, no Novo Mercado, não são admitidas ações preferenciais, de forma que o capital é composto apenas por ações ordinárias, não havendo diferentes classes de ativos e a consequente necessidade de ponderação para o cálculo do custo de capital próprio.

### 3.2 Questões Econométricas

Espera-se que haja a persistência do custo de capital de terceiros, decorrente da subsistência das dívidas onerosas de longo prazo entre os períodos; e do custo de capital próprio, em função da manutenção das expectativas de longo prazo relacionadas à companhia. Argumenta-se, com isso, a possibilidade de uma relação dinâmica, nos termos de Baltagi (2005), com a presença de autocorrelação e efeitos individuais.

Além disso, como advertido por Harris e Raviv (2008) para a relação entre variáveis de governança e os lucros corporativos, e aqui extrapolado para o caso do custo de capital, são esperados problemas de endogeneidade, decorrentes de simultaneidade. Exemplifica-se com o caso de que a motivação genérica para a adição de mais membros independentes é o aprimoramento do monitoramento, que deveria reduzir o custo de capital, pela mitigação da assimetria informacional, e que encontra paralelo com a razão aduzida por Harris e Raviv (2008) para a relação entre a adição de um *outsider*, expert no negócio da empresa, e os lucros.

Dessa maneira, empregou-se um modelo econométrico baseado em painel dinâmico, por meio de Método dos Momentos Generalizado em Sistema (GMM-Sys), incorporando o estado defasado da variável dependente dentre as variáveis explicativas. Foram utilizados como instrumentos todos os demais *lags* das variáveis explicativas e, em decorrência da possibilidade de sobreidentificação, utilizou-se o Teste de Sargan para inspecionar a qualidade dos instrumentos. O modelo geral está descrito na Equação 1.

$$\text{Custo de capital}_{i,t} = \beta_1 \text{Custo de capital}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Função do Conselho}_{i,t} + \beta_3 \text{Função do Conselho}_{i,t-1} + \sum \beta_j \text{Controles} \quad (1)$$

Onde: Custo de Capital pode representar o Custo de capital próprio (eqty) ou o Custo de capital de terceiros (debt) e a Função do Conselho pode ser especificada na forma percentual (pGer) ou *dummy* (role)

Foi fixado em todas as especificações testadas que o custo de capital poderia ser influenciado pelo estado corrente ou anterior da Função do Conselho, posto que se espera que as decisões do Conselho tomadas no passado possam gerar persistência ao período corrente. Isso decorre especialmente da análise efetuada por Freitas Neto e Mól (2017), que relatam que a atuação das empresas do Novo Mercado tende a ser predominantemente Gerencial, isto é, com interferência na gestão empresarial.

Para cada uma das demais variáveis relacionadas ao sistema de governança, foi testado iterativamente se o seu estado defasado possuía significância estatística para a explicação do Custo de Capital. Caso não apresentasse, apenas o estado contemporâneo era mantido na regressão, independentemente do nível de significância obtido.

Desse modo, foram desenvolvidos quatro modelos para o custo de capital próprio e outros quatro modelos para o custo de capital de terceiros. A diferença entre eles está centrada na especificação da forma da variável relacionada ao papel do conselho e na presença da interação desta com a frequência das reuniões, dado o argumento de que a efetividade do papel do conselho pode estar associada a haver a discussão das pautas e consequentes deliberações.

Assim são os quatro modelos são essencialmente: 1) função do conselho na forma percentual; 2) função do conselho na forma percentual e interação função x frequência; 3) função do conselho na forma de uma variável *dummy*; e 4) função do conselho na forma de uma variável *dummy* e interação função x frequência. Com isso, busca-se evitar algum problema de especificação na variável de interesse.

## 4 Resultados e discussão

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis do estudo. Entre os anos de 2010 a 2016, houve, no Brasil, forte oscilação da taxa livre de risco que baliza o sistema financeiro, a taxa Selic, cuja meta foi elevada, no período, em 500 pontos base<sup>1</sup>. Esse fator pode estar associado ao motivo pelo qual ambos o custo de capital próprio e o custo do capital de terceiros sofreram oscilações significativas. Além disso, aproximadamente 5% das observações apresentou custo de capital de terceiros nulo, devido a ausência de passivos onerosos em suas demonstrações financeiras consolidadas.

**Tabela 2**  
Estatísticas descritivas

Variáveis	Obs	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	Anova
Custo de capital próprio (eqty)	665	13,18	2,27	7,99	27,13	138,1***
Custo de capital de terceiros (debt)	665	13,07	4,86	0,00	24,80	24,91***
Função do Conselho (%) (pGer)	665	54,01	13,93	5,00	100,00	0,251
Tamanho do Conselho (bsiz)	665	7,53	2,31	3,00	18,00	0,053
Independência (bind)	665	2,76	1,58	0,00	10,00	17,86***
Remuneração fixa (%) (bcom)	665	83,44	28,53	0,00	100,00	0,451
Frequência (bmet)	665	11,31	5,65	1,00	51,00	4,674*
Capitalização de Mercado (cmer)	665	7,62	1,63	1,90	11,32	15,72***
Colateral (%) (coll)	665	20,97	23,53	0,03	93,88	0,907
Retorno sobre o Ativo (%) (roas)	665	7,25	19,70	-144,31	239,99	12,35***
Alavancagem (levr)	665	2,60	13,85	-1,64	135,10	0,222
Volatilidade (risk)	665	2,54	1,33	0,65	14,52	57,72***

**Nota.** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. O grupo de associação para a Análise de Variância (Anova) foi o tempo, analisando, assim, se o perfil médio das empresas se modifica, ao longo dos anos, em relação a cada variável.

Percebe-se que a atividade predominante dos Conselhos tem estado associada à função gerencial, totalizando 64% das observações. Dada a ausência de variações significativas ao longo do tempo, verificado por meio da Análise de Variância, pode-se ratificar os resultados de Freitas Neto e Mól (2017) para o período de 2010-2013, novamente contrariando a hipótese de que os esforços dos Conselhos de Administração estão centrados em atividades de natureza supervisória.

A frequência média das reuniões converge para a mensal, embora destaque-se aproximadamente 40% das observações apresente valores superiores a esse, sugerindo que a

<sup>1</sup> Conforme o Banco Central do Brasil, a meta da taxa Selic era, em 1 de janeiro de 2010, 8,75% a.a. e, em 31 de dezembro de 2016, havia sido elevada para 13,75% a.a.



atuação dos Conselhos não está sendo meramente protocolar. Note-se, entretanto, que o valor mínimo é abaixo do presumível para o acompanhamento dos demonstrativos financeiros trimestrais, o que, por força da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976), é dever do CA.

Nota-se que o perfil de remuneração dos Conselhos de Administração não tem sofrido alterações. A compensação de aproximadamente 63% das firmas-ano da amostra é exclusivamente composta por remuneração fixa, não havendo vinculação ao desempenho da companhia. Esse fato contrasta a ideia de que, na maioria das companhias, os Conselhos têm atuado predominantemente no gerenciamento da companhia, de forma que existe um *link* direto entre as decisões e a responsabilidade por eles.

Com efeito, parece haver pouca relação, conforme a Tabela 3, entre a estrutura de remuneração do Conselho (*bcom*) e qualquer outra variável. Além disso, nota-se que não há relação direta entre um perfil específico de atuação e a quantidade de vezes que o CA se reúne, assim como não há evidências de que Conselhos com mais membros independentes estejam se reunindo com maior frequência ou centrando esforços na atividade de monitoramento.

**Tabela 3**  
Correlação por Kendall's Tau

	eqty	debt	pGer	bsiz	bind	bcom	bmet	cmer	coll	roas	levr	risk
eqty	1	0,23	-0,04	0,03	0,10	-0,01	0,08	0,00	-0,05	-0,15	0,06	0,34
debt	0,23	1	0,02	-0,07	0,06	0,01	0,00	-0,18	0,00	-0,23	0,08	0,19
pGer	-0,04	0,02	1	0,03	0,04	-0,03	0,05	0,00	0,09	-0,04	0,08	-0,02
bsiz	0,03	-0,07	0,03	1	0,25	-0,05	0,07	0,34	0,04	0,11	0,09	-0,16
bind	0,10	0,06	0,04	0,25	1	-0,01	-0,01	0,10	0,02	0,00	0,01	0,01
bcom	-0,01	0,01	-0,03	-0,05	-0,01	1	0,05	-0,05	0,04	0,00	0,06	0,02
bmet	0,08	0,00	0,05	0,07	-0,01	0,05	1	0,12	0,06	0,00	0,09	0,06
cmer	0,00	-0,18	0,00	0,34	0,10	-0,05	0,12	1	0,08	0,32	-0,05	-0,35
coll	-0,05	0,00	0,09	0,04	0,02	0,04	0,06	0,08	1	0,01	0,09	-0,03
roas	-0,15	-0,23	-0,04	0,11	0,00	0,00	0,00	0,32	0,01	1	-0,09	-0,37
levr	0,06	0,08	0,08	0,09	0,01	0,06	0,09	-0,05	0,09	-0,09	1	0,08
risk	0,34	0,19	-0,02	-0,16	0,01	0,02	0,06	-0,35	-0,03	-0,37	0,08	1

**Nota.** eqty: custo de capital próprio; debt: custo de capital de terceiros; pGer: percentual de decisões de natureza gerencial; bsiz: quantidade de membros do CA; bind: quantidade de membros independentes; bcom é o percentual de remuneração fixa percebida pelo CA; bmet: quantidade de reuniões do CA no ano; cmer: valor total das ações da companhia, apresentado em logaritmo; coll: razão entre o Ativo Imobilizado e o Ativo Total; roas: Lucro Operacional dividido pelo Ativo Total; levr: razão entre Passivo Oneroso e Patrimônio Líquido; risk: desvio padrão dos retornos da ação.

Existe fraca, porém coerente, associação negativa entre o Tamanho do Conselho e o desvio padrão dos retornos acionários, e positiva para com o valor de mercado da companhia. Conjuntamente, esses resultados sugerem que a ideia de que a complexidade organizacional

presente em firmas maiores e a consequente necessidade de captura de recursos, conforme a Teoria da Dependência de Recursos, e de respostas padronizadas a incertezas, via Teoria Institucional, estaria associada a mais membros no CA ainda não ocorre de forma sistemática no mercado brasileiro.

No geral, nota-se baixas correlações entre as variáveis, não havendo indícios de multicolinearidade. Destaca-se a baixa associação, ainda que positiva, entre as duas métricas de custo de capital, e o reforço para a baixa relação identificada entre o sistema de compensação do CA e os indicadores financeiros e de governança das firmas do Novo Mercado. Para melhor evidenciar a relação entre o custo de capital e a função do Conselho, observa-se a Figura 1.

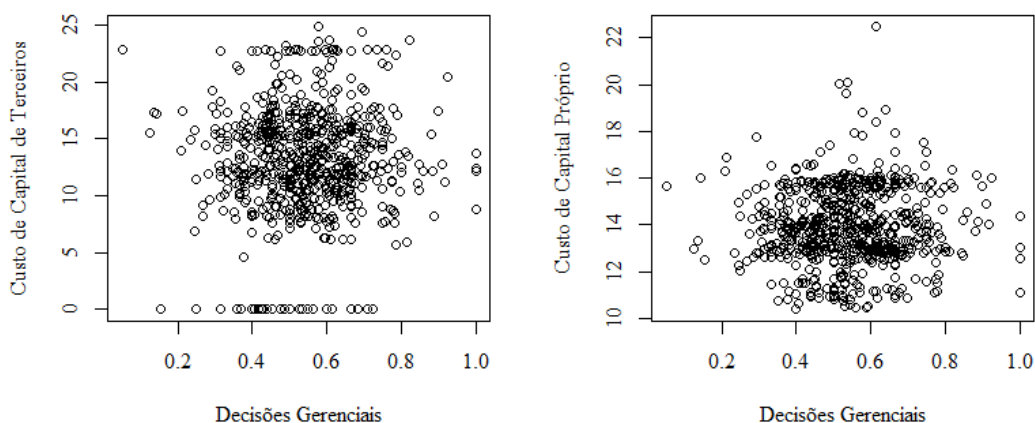


Figura 1. Relação entre o percentual de decisões de natureza gerencial e o custo de capital

A relação entre o papel desempenhado pelo Conselho e o custo de capital da empresa não apresenta um padrão bem definido, reforçando o resultado da correlação de Kendall. Testando-se a mediana do custo de capital em função do papel pelo Teste de Wilcoxon, dada a ausência de normalidade na distribuição das variáveis, tem-se que não há diferenças significativas nem para o custo de capital próprio ( $W = 53.671$ ,  $p\text{-valor} = 0,28$ ) e nem para o custo de capital de terceiros ( $W = 51.842$ ,  $p\text{-valor} = 0,75$ ). Posto que os testes para a mediana não consideram adequadamente outros fatores intervenientes, as relações são exploradas adicionalmente nos modelos presentes nas Tabelas 4 e 5, por meio de regressões com painel dinâmico.

É perceptível, na Tabela 4, que o custo de capital próprio do período anterior é um componente significativo para a determinação do custo do período corrente. Dado que esse custo depende das projeções dos acionistas acerca dos fluxos de caixa futuros da companhia, evidencia-se a persistência em parte substancial da avaliação dos investidores, admitidas

revisões de perspectivas, o que se reflete na contribuição positiva da Volatilidade para a determinação do retorno demandado.

**Tabela 4**  
Influência do perfil do Conselho de Administração sobre o custo de capital próprio

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Custo do Capital Próprio <sub>t-1</sub>	0,376*** (0,065)	0,378*** (0,061)	0,378*** (0,067)	0,397*** (0,066)
Função do Conselho <sub>t</sub> (%)	-0,768 (0,821)	-1,991 (1,505)		
Função do Conselho <sub>t-1</sub> (%)	-0,343 (0,674)	2,597** (1,313)		
Função do Conselho <sub>t</sub> (d)			0,142 (0,197)	-0,916** (0,420)
Função do Conselho <sub>t-1</sub> (d)			0,006 (0,184)	0,039 (0,186)
Tamanho do Conselho <sub>t</sub>	-0,381** (0,171)	-0,385** (0,156)	-0,368** (0,162)	-0,357** (0,152)
Tamanho do Conselho <sub>t-1</sub>	0,354** (0,163)	0,365** (0,153)	0,351** (0,157)	0,348** (0,149)
Independência <sub>t</sub>	0,128** (0,060)	0,109** (0,053)	0,138** (0,065)	0,123** (0,055)
Frequência <sub>t</sub>	0,027* (0,017)	-0,050 (0,072)	0,031 (0,019)	-0,039* (0,024)
Frequência <sub>t-1</sub>		0,161** (0,065)		
Função (%) x Frequência <sub>t</sub>		0,189 (0,127)		
Função (%) x Frequência <sub>t-1</sub>		-0,315*** (0,117)		
Função (d) x Frequência <sub>t</sub>				0,076** (0,035)
Remuneração Fixa <sub>t</sub>	-0,223 (0,270)	-0,334 (0,291)	-0,379 (0,293)	-0,265 (0,280)
Capitalização de Mercado <sub>t</sub>	0,231*** (0,077)	0,223*** (0,076)	0,221*** (0,082)	0,231*** (0,077)
Retorno sobre o Ativo <sub>t</sub>	-0,452 (0,438)	-0,401 (0,440)	-0,403 (0,459)	-0,451 (0,448)
Alavancagem <sub>t</sub>	0,005 (0,007)	0,006 (0,007)	0,003 (0,007)	0,004 (0,006)
Volatilidade <sub>t</sub>	0,348*** (0,133)	0,360*** (0,128)	0,345*** (0,127)	0,357*** (0,132)
Teste de Sargan	95	95	95	95
AR(1)	-2,423**	-2,377**	-2,525**	-2,407**
AR(2)	-0,871	-0,879	-0,892	-0,807
Wald – Coeficientes	139,632***	165,069***	136,024***	152,404***
Wald – <i>Dummies</i> de Tempo	573,286***	597,561***	621,506***	610,032***

**Nota.** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente; Erros padrão robusto entre parênteses. Custo do Capital Próprio: estimado pelo CAPM; Função do Conselho (%): proporção de decisões de natureza gerencial; Função do Conselho (d): *dummy* que assume o valor 1 quando o perfil do conselho é predominantemente gerencial; Tamanho do Conselho: quantidade de membros efetivos; Independência: quantidade de membros

declaradamente independentes; Frequência: quantidade de reuniões do CA; Remuneração Fixa: proporção da compensação do CA com natureza fixa; Capitalização de Mercado: valor total das ações da companhia, apresentado em logaritmo; Retorno sobre o Ativo: Lucro Operacional dividido pelo Ativo Total; Alavancagem: razão entre Passivo Oneroso e Patrimônio Líquido; Volatilidade: desvio padrão dos retornos da ação.

Os resultados evidenciam que a governança corporativa tem influenciado o custo do capital próprio, especialmente no que concerne ao tamanho, independência e forma de atuação dos Conselhos, embora não se tenha encontrado evidências para a relevância do mecanismo remuneratório.

A significância do perfil de atuação do Conselho apresentou resultados que convergem para o fato de que a atuação gerencial está associada a maior custo de capital próprio, em um efeito condicionado à frequência de reuniões, posto ter sido verificado que, quando há ausência de interação entre Função do Conselho e Frequência, não se percebe a significância da primeira. O Modelo 2 evidencia a significância do efeito defasado, ao passo que o Modelo 4 indica o efeito contemporâneo.

As decisões e a frequência das reuniões do período anterior possuem um efeito *ceteris paribus* sobre o custo de capital próprio corrente na forma: Função do Conselho<sub>t-1</sub> (2,597 – 0,315 Frequência<sub>t-1</sub>) + 0,161 Frequência<sub>t-1</sub>. Esse resultado sugere que quanto maior a proporção de atividade gerencial, maior será o custo de capital próprio, indicando que a redução na ênfase da atividade de monitoramento está sendo percebida como um elemento agravador do risco corporativo. Nesse sentido, reforça-se a premissa de Fama e Jensen (1983), de que os poderes decisório e supervisorio deveriam ser segregados, de forma a fortalecer a qualidade do processo administrativo da companhia.

Ademais, embora mais reuniões possam ser um indicativo de maior efetividade da atuação do CA, também podem ser interpretadas como resposta a problemas empresariais, de forma que podem estar associadas, embora não sob uma perspectiva causal, a maiores custos de capital, corroborando a perspectiva de Vafeas (1999) e Lorca et al (2010). Além disso, o Modelo 4 apresenta evidências de que atuação contemporânea também pode influenciar significativamente o custo de capital da companhia, conforme apresentado na Figura 2.

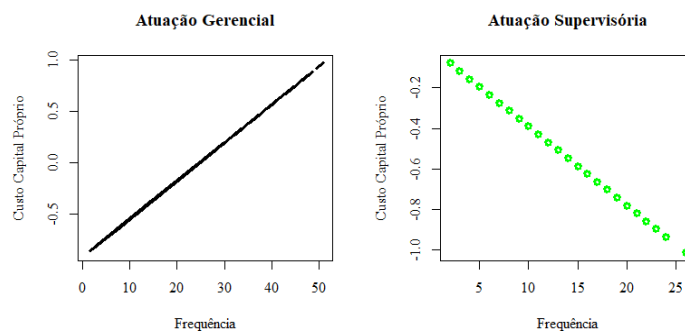


Figura 2. Efeito da frequência sobre o custo de capital próprio, segregado pelo perfil predominante

É evidente, na Figura 2, o efeito antagônico da atuação do Conselho de Administração em firmas com atuação gerencial em relação às de perfil supervisorio: enquanto no segundo grupo verifica-se notória redução no custo de capital da companhia, para o primeiro a atuação mais frequente tende a ocasionar o inverso. Esse indicativo sugere que o distanciamento da função de monitoramento está sendo percebida pelo mercado de capitais, mas não está, conforme a Tabela 5, sendo precificada pelo mercado de crédito.

Importa ressaltar que os resultados também estão alinhados com a perspectiva da Teoria da Dependência de Recursos, posto que se percebe a influência da quantidade de membros do CA sobre a redução do custo de capital próprio, o que se deve a maior perspectiva de captura de recursos e resposta às incertezas, dada a maior probabilidade de diversidade de experiências, corroborando os resultados de Upadhyay e Sriram (2011).

Ainda, o resultado relativo à independência do CA contraria a perspectiva teórica, posto que se esperava que atuasse na redução do custo de capital próprio via aprimoramento da efetividade das ações de monitoramento, quando foi detectada influência majorativa em todos os modelos. Citando-se não ter sido verificada correlação significativa entre a independência e o perfil de atuação do Conselho, tem-se que é possível que a adição dos membros independentes também esteja ocorrendo como forma de responder a pressões externas ocasionadas por baixas em resultados corporativos.

**Tabela 5**

Influência do perfil do Conselho de Administração sobre o custo de capital de terceiros

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Custo do Capital Terceiros <sub>t-1</sub>	0,527*** (0,077)	0,533*** (0,076)	0,544*** (0,078)	0,554*** (0,074)
Função do Conselho <sub>t</sub> (%)	2,754 (2,513)	0,772 (3,040)		
Função do Conselho <sub>t-1</sub> (%)	-1,367 (1,514)	-0,681 (1,384)		
Função do Conselho <sub>t</sub> (d)			0,107 (0,544)	-1,017 (1,241)

Função do Conselho $t-1$ (d)			0,463 (0,423)	0,357 (0,391)
Tamanho do Conselho $_t$	0,115 (0,101)	0,102 (0,099)	0,089 (0,111)	0,069 (0,109)
Independência $_t$	0,160 (0,158)	0,154 (0,153)	0,121 (0,180)	0,189 (0,176)
Frequência $_t$	0,017 (0,029)	-0,056 (0,127)	0,009 (0,027)	-0,063 (0,087)
Função (%) x Frequência $_t$		0,107 (0,195)		
Função (d) x Frequência $_t$				0,094 (0,108)
Remuneração Fixa $_t$	-0,258 (0,768)	-0,172 (0,712)	-0,770 (0,805)	-0,723 (0,762)
Capitalização de Mercado $_t$	-0,356*** (0,119)	-0,317*** (0,114)	-0,297** (0,130)	-0,280** (0,122)
Retorno sobre o Ativo $_t$	0,134 (0,845)	-0,029 (0,847)	0,227 (1,348)	0,090 (1,354)
Alavancagem $_t$	0,023 (0,035)	0,021 (0,034)	0,012 (0,026)	0,006 (0,021)
Colateral $_t$	0,939 (0,845)	0,937 (0,729)	1,771* (0,971)	1,417* (0,807)
Teste de Sargan	95	95	95	95
AR(1)	-3,707***	-3,588***	-3,658***	-3,811***
AR(2)	0,413	0,448	1,396	1,461
Wald – Coeficientes	96,009***	111,493***	103,038***	114,281***
Wald – <i>Dummies</i> de Tempo	331,084***	330,774***	316,343***	315,385***

**Nota.** \*, \*\* e \*\*\* indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente; Erros padrão robustos entre parênteses. Custo do Capital Próprio: estimado pelo CAPM; Função do Conselho (%): proporção de decisões de natureza gerencial; Função do Conselho (d): *dummy* que assume o valor 1 quando o perfil do conselho é predominantemente gerencial; Tamanho do Conselho: quantidade de membros efetivos; Independência: quantidade de membros declaradamente independentes; Frequência: quantidade de reuniões do CA; Remuneração Fixa: proporção da compensação do CA com natureza fixa; Capitalização de Mercado: valor total das ações da companhia, apresentado em logaritmo; Retorno sobre o Ativo: Lucro Operacional dividido pelo Ativo Total; Alavancagem: razão entre Passivo Oneroso e Patrimônio Líquido; Colateral: razão entre o Ativo Imobilizado e o Ativo Total.

A análise evidencia que o custo de capital de terceiros é influenciado positivamente por seu estado anterior, o que é explicado pela persistência de dívidas contraídas no passado, a exemplo de financiamentos de longo prazo. Além disso, são significativos para sua explicação o valor de mercado da companhia o nível de colateralização correntes, sugerindo a relevância da visão dos investidores e da possibilidade de oferta de bens em garantia ao crédito.

Contudo, não foi possível constatar a influência direta das variáveis de governança corporativa sobre o custo da dívida. Com isso, os resultados apresentados divergem de estudos anteriores, à medida que estes estabelecem que a composição e os processos dos CA refletem em menores custos de capital (Chakravarty & Rutherford, 2017; Fields et al, 2012;

Lorca et al, 2011; Anderson et al, 2004) e melhores *ratings* de crédito (Ashbaugh-Skaife et al, 2006).

Assim, tem-se que, para o mercado de crédito, a forma de atuação dos Conselhos não tem representado um fator que garanta menores custos de captação, mesmo controlando para a intensidade de atuação, independência, quantidade de membros ou forma de remuneração. Sob a perspectiva da Agência, é possível que esse efeito decorra do distanciamento da atividade supervisória, posto que foi detectado que a maior parte dos Conselhos tem centrado sua atividade em decisões de cunho gerencial.

É possível, entretanto, que produtos da atuação do CA ainda estejam sendo relevantes para a determinação do custo de capital de terceiros, via redução da assimetria informacional, como o *disclosure* de informações, evidenciado por Ghouma et al (2018) como um mitigador do custo de captação de crédito no mercado canadense. Nesse sentido, hipotetiza-se que o mercado de crédito esteja mais preocupado nos produtos finais do que nos processos empresariais relacionados ao sistema de governança corporativa.

## **5 Considerações parciais**

O objetivo deste estudo foi analisar se há influência da forma de atuação do Conselho de Administração sobre o custo de capital da companhia, separando-o em dois elementos: custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Não foi encontrada influência significativa do papel do Conselho sobre a determinação do custo da dívida, sugerindo que o mercado de crédito não tem apresentado preferência por uma atuação gerencial ou supervisória.

Entretanto, não parece plausível que os credores estejam abdicando de mecanismos alternativos para a determinação do risco associado às operações, podendo contar com o processo de certificação da validade dos relatórios contábil-financeiros por empresas de auditoria independente e da evolução das políticas de *disclosure*. É possível que esse efeito tenha sido induzido pelo fato de que a maior parte dos Conselhos tenha apresentado uma postura mais gerencial do que o esperado, tornando, na média, questionável a qualidade do processo supervisor e, assim, acautelando o mercado de crédito de sua atuação.

Ademais, a percepção de que o custo de capital próprio é afetado pela atuação gerencial dos conselhos sinaliza que os acionistas têm exigido maiores retornos de companhias em que há o distanciamento da função esperada dos CA, posto que o monitoramento tem sido posto em segundo plano. Observa-se, ainda, que há efeitos

contemporâneos e defasados da atuação dos conselhos e que seu funcionamento, com base na quantidade de reuniões, é um fator decisivo para a influência em relação ao custo de capital próprio.

Nesse sentido, verifica-se que o CA, enquanto representação do corpo de acionistas na empresa, tem sido considerado como instrumento para a redução do risco e, conseqüentemente, do retorno exigido, havendo clara predileção pela ênfase nas atividades de monitoramento, o que inclui a supervisão do processo de produção das informações e acompanhamento da auditoria externa, e há necessidade de sinalização da dedicação ao trabalho, indicada pela frequência de reuniões, posto que as empresas tem contornado o absenteísmo com a permissão para a participação remota, prática comumente registradas nas atas das reuniões.

Importa citar que o tamanho do CA, que sinaliza a possibilidade da captura de recursos e maior oportunidade de aconselhamento, foi associado a menor custo de capital próprio. Contudo, contrariando a previsão teórica, a quantidade de membros independentes resultou em um efeito majorador do custo, o que pode sinalizar a existência do problema de carona ou a redução da captura de informações relevantes que deveriam estar sendo trazidas ao debate dos conselheiros pelos *insiders*.

Ainda, não se verifica que a independência ou o tamanho do Conselho sejam variáveis substitutivas adequadas para a Função do Conselho, posto que há baixa correlação entre elas. Assim, mesmo que se pretenda argumentar, sob a ótica da Teoria da Agência, que a presença de membros independentes possa favorecer a efetividade do monitoramento, não deveria se admitir o nível de independência como uma *proxy* para a atividade supervisória do CA, ou a quantidade de membros para o papel gerencial.

Um objetivo secundário do estudo foi analisar se havia divergência nos interesses de acionista e credores quanto a forma de atuação do Conselho de Administração. Não foi possível concluir que existe sério problema de Asset Substitution Problem, posto que enquanto para o caso da formação do custo de capital próprio as variáveis de governança contribuem para sua redução, não foi verificado qualquer impacto na precificação do custo do capital de terceiros, rejeitando essa construção teórica. Dessa forma, propõe-se que as empresas enfatizem a atividade de monitoramento, centrando o poder decisório na figura do CEO, corroborando a perspectiva da Teoria da Agência e do Bom Representante.

Um terceiro resultado apreendido é a validação da atividade dos Conselhos. Posto que a frequência das reuniões constitui-se como um condicionante para a percepção de que o monitoramento é efetivo, infere-se que os acionistas entendem como importante que os



conselheiros estejam se reunindo. Expandindo essa premissa, tem-se que o entendimento é de que a atuação dos Conselhos não é meramente protocolar, mas tem servido aos principais como um instrumento relevante de gestão.

## Conclusões

A presente tese tratou do papel desempenhado pelo Conselho de Administração das firmas do Novo Mercado da bolsa de valores brasileira, estudando-o sobre a perspectiva de diferentes correntes teóricas presentes na literatura: a Teoria da Agência, a Teoria da Riqueza Socioemocional, a Abordagem Legalista, a Teoria Institucional, a Teoria da Dependência de Recursos e a Teoria do Bom Representante. Utilizou-se um esquema binário de classificação do papel, separando-o em atividades de supervisão e de gerenciamento da companhia.

A princípio, tem-se que a expectativa teórica comum é a de que os Conselhos de Administração são o ápice do sistema de controle das companhias, devendo exercer precipuamente atividades de monitoramento, a exemplo da supervisão do processo de elaboração das demonstrações contábeis e acompanhamento da auditoria externa, além de promover o aconselhamento à diretoria executiva.

Entretanto, observou-se que os esforços do Conselho estão centrados em atividades gerenciais, distanciando-se do perfil traçado pelo paradigma dominante. Enquanto a perspectiva teórica para conselhos de caráter gerencial ainda é subdesenvolvida, particularmente quanto aos incentivos para que assumam essa postura, verificou-se que os atributos comumente tratados em estudos como *proxies* para o desenvolvimento de atividades pelos Conselhos não são, de fato, correlacionados com os perfis desempenhados.

Nesse sentido, os resultados sugerem que embora se possa argumentar que a independência seja uma fonte de efetividade para a atividade supervisória, não é, de fato, suficiente para orientar as atividades do Conselho a uma ênfase em monitoramento. De igual sorte, a quantidade de membros não possui associação direta com algum perfil em específico, tal como a presença de executivos compartilhados entre diferentes empresas não representa, sistematicamente, maior probabilidade de perfis similares entre os CA das firmas por eles conectadas.

Com efeito, pode-se afirmar que os CA têm refletido características singulares de acordo com as firmas em que estão inseridos. Além de não haver indícios de similaridade sistemática entre Conselhos em um mesmo setor ou mesmo no nível do segmento de listagem, não sendo percebidas as pressões isomórficas discutidas pela Teoria Institucional, também não há evidências de que suas atividades estejam preponderantemente vinculadas a demandas legais. Dessa forma, sua atuação tende a ser a representação dos interesses da companhia, não convergindo ao sentido da Abordagem Legalista.

Ainda, é discutível se a postura atual – Gerencialista – é positiva para a companhia. Sob a ótica do custo de capital, verificou-se que ela ocasiona a demanda de um prêmio adicional por parte dos acionistas, ao passo que aparenta não interferir com o custo de captação de recursos junto a terceiros. Esse achado contradiz a atuação na redução da assimetria informacional, o que, conseqüentemente, deveria se refletir em menor risco para os credores e menores taxas de juros para a companhia.

Nesse interim, é possível, seguindo as orientações da Teoria do Bom Representante, concentrar o poder gerencial na diretoria executiva, direcionando os esforços do Conselho de Administração às atividades de natureza supervisória, como a promoção das políticas de *disclosure* e acompanhamento das decisões discricionárias cabíveis ao CEO na formulação dos relatórios financeiros, aproximando-se, também, do preconizado pela Teoria da Agência.

## Referências

- Alves, P., Couto, E., & Francisco, P. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32.  
<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.03.005>
- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342.  
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- Andrade, L. P., Salazar, G. T., Calegário, C. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas Brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4–31. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>
- Araujo, A., Ferreira, R., & Funchal, B. (2012). The Brazilian bankruptcy law experience. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 994-1004.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.03.001>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1–2), 203–243. <https://doi.org/10.1016/J.JACCECO.2006.02.003>
- Axworthy, C. (1988). Corporate directors – who needs them?. *Modern Law Review*, 51(3), 273-295. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2230.1988.tb01757.x>
- Baltagi, B. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 3. West Sussex: John Wiley & Sons.
- Beliveau, B., Cottrill, M., & O'Neill, H. (1994). Predicting corporate social responsiveness: A model drawn from three perspectives. *Journal of Business Ethics*, 13(9), 731–738.  
<https://doi.org/10.1007/BF00881333>
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455–475. <https://doi.org/10.1086/344114>
- BM&FBovespa. (2011). *Novo Mercado*. São Paulo: BM&FBovespa.
- Bradley, M., & Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83–107. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.001>
- Braga-Alves, M., & Shastri, K. (2011). Corporate governance, valuation, and performance: Evidence from a voluntary market reform in Brazil. *Financial Management*, 40(1), 139–157. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2010.01137.x>

- Brandau, M., Endenich, C., Trapp, R., & Hoffjan, A. (2013). Institutional drivers of conformity - Evidence for management accounting from Brazil and Germany. *International Business Review*, 22(2), 466–479. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2012.07.001>
- Cai, Y., Dhaliwal, D., Kim, Y., & Pan, C. (2014). Board interlocks and the diffusion of disclosure policy. *Review of Accounting Studies*, 19(3), 1086–1119. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9280-0>
- Camilo, S. P., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2012). Conexões políticas e desempenho: um estudo das firmas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(6), 806–826. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552012000600003>
- Campello, M. (2012). Contemporary corporate finance research on South America. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 879-882. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.06.001>
- Carhart, M. (1997). On Persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57-82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Carmona, P., Fuentes, C., Ruiz, C., Roberto, P., & Lustosa, B. (2015). Risk disclosure analysis in the corporate governance annual report using fuzzy-set qualitative comparative analysis. *Revista de Administração de Empresas*, 57(5), 426-438. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020160307>
- Cashman, G., Gillan, S., & Jun, C. (2012). Going overboard? On busy directors and firm value. *Journal of Banking and Finance*, 36(12), 3248–3259. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.07.003>
- Caskey, J., & Laux, V. (2016). Corporate governance, accounting conservatism, and manipulation. *Management Science*, 63(2), 424–437. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2341>
- Cavaco, S., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2017). Independent directors: Less informed but better selected than affiliated board members? *Journal of Corporate Finance*, 43, 106–121. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.004>
- Chakravarty, S., & Rutherford, L. G. (2017). Do busy directors influence the cost of debt? An examination through the lens of takeover vulnerability. *Journal of Corporate Finance*, 43, 429–443. <https://doi.org/10.1016/J.JCORPFIN.2017.02.001>
- Chen, R., Dyball, M., & Wright, S. (2009). the link between board composition and corporate diversification in Australian corporations. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), 208-223. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00734.x>

- Chiu, P., Teoh, S., & Tian, F. (2013). Board interlocks and earnings management contagion. *Accounting Review*, 88(3), 915–944. <https://doi.org/10.2308/accr-50369>
- Collins, D., & Huang, H. (2011). Management entrenchment and the cost of equity capital. *Journal of Business Research*, 64(4), 356–362. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2010.02.013>
- Cunha, P. R., & Piccoli, M. R. (2017). Influence of board interlocking on earnings management. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 179–196. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201701980>
- Dal Vesco, D. G., & Beuren, I. M. (2016). Do the board of directors composition and the board interlocking influence on performance? *Brazilian Administration Review*, 13(2), 2–26. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2016160007>
- Davis, G. (1996). The significance of board interlocks for corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 4(3), 154–159. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.1996.tb00144.x>
- Davis, J., Schoorman, F., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47. <https://doi.org/10.5465/AMR.1997.9707180258>
- Demb, A., & Neubauer, F. (1992). The corporate board: Confronting the paradoxes. *Long Range Planning*, 25(3), 9–20. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(92\)90364-8](https://doi.org/10.1016/0024-6301(92)90364-8)
- DiMaggio, P., & Powell, W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2095101>
- Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Dow, J. (2013). Boards, CEO entrenchment, and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 680–695. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.009>
- Dumer, M., & Martinez, A. (2015). Listing in special corporate governance trading segments and accuracy of analysts' forecast in Brazil. *International Business Research*, 8(11), 127–138. Retrieved from <http://dx.doi.org/10.5539/ibr.v8n11p127>
- Echterling, F., Eierle, B., & Ketterer, S. (2015). A review of the literature on methods of computing the implied cost of capital. *International Review of Financial Analysis*, 42(1), 235–252. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.001>

- Ees, H. van, Gabriëlsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. *Corporate Governance: an international review*, 17(3), 307-319. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00741.x>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2008). Board compensation practices and agency costs of debt. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 512–531. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.004>
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/1837292>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.4324/9780203888711>
- Fama, E., & French, K. (1993). Common risk factors in returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)
- Fama, E., & French, K. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Ferris, S., Jagannathan, M., & Pritchard, A. (2003). Too busy to mind the business? monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087–1111. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00559>
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2005). The Impact of Stock Option Compensation for Outside Directors on Firm Value. *The Journal of Business*, 78(6), 2229–2254. <https://doi.org/10.1086/497048>
- Fich, E., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689–724. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00852.x>
- Fields, L., Fraser, D., & Subrahmanyam, A. (2012). Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1536-1547. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.12.016>
- Freitas Neto, R., & Mól, A. (2017). Determinantes dos papéis dos conselhos de administração de empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(Esp. FGC), 63-83. <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160053>
- Ghouma, H. (2017). How does managerial opportunism affect the cost of debt financing? *Research in International Business and Finance*, 39, 13–29. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.007>

- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138–148. <https://doi.org/10.1016/J.QREF.2017.06.004>
- Gilson, S. C. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders. Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 355–387. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90060-D](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90060-D)
- Gomes-Mejía, L., Haynes, K., Núñez-Nickel, Manuel, Jacobson, K., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional Wealth and Business Risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. *Family Business Review*, 52(1), 106-137. <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>
- Gondrige, Enalto de Oliveira Clemente, A., & Espejo, M. M. dos S. B. (2012). Estrutura do Conselho de Administração e valor das companhias brasileiras. *BBR - Brazilian Business Review*, 9(3), 72-95. <https://doi.org/10.15728/bbr.2012.9.3.4>
- Han, J., Bose, I., Hu, N., Qi, B., & Tian, G. (2015). Does director interlock impact corporate R&D investment? *Decision Support Systems*, 71, 28-36. <https://doi.org/10.1016/j.dss.2015.01.001>
- Han, S.-K. (1994). Mimetic isomorphism and its effect on the audit services market. *Social Forces*, 73(2), 637–663. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/2579824>
- Haro-de-Rosario, A., Gálvez-Rodríguez, M. del M., Sáez-Martín, A., & Caba-Pérez, C. (2017). El rol del consejo de administración en la ética empresarial en países de latinoamérica. *Revista de Administração de Empresas*, 57(5), 426–438. <https://doi.org/10.1590/s0034-759020170502>
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *Review of Financial Studies*, 21(4), 1797–1832. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl030>
- Haunschild, P., & Beckman, C. (1998). when do interlocks matter?: Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly*, 43(4), 815. <https://doi.org/10.2307/2393617>
- Helland, E., & Sykuta, M. (2005). Who’s monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders’ interests? *The Financial Review*, 40(2), 155–172. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2005.00098.x>
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FRBNY Economic Policy Review*, abr/2003, 7-26. <https://doi.org/10.3386/w8161>



- Hillman, A., & Dalziel, T. (2003). Board of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3), 383-396. <https://www.jstor.org/stable/30040728>
- Hillman, A., Cannella, A., & Paetzold, R. (2000). The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235–256. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00179>
- Holtz, L., & Sarlo Neto, A. (2014). Efeitos das características do Conselho de Administração sobre a qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(66), 255–266. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201412010>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* (4. Ed.). São Paulo, IBGC.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jenter, D., & Kanaan, F. (2015). CEO turnover and relative performance evaluation. *Journal of Finance*, 70(5), 2155–2184. <https://doi.org/10.1111/jofi.12282>
- Jermias, J., & Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The British Accounting Review*, 46(2), 135–153. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.bar.2013.12.001>
- Johnson, J., Daily, C., & Ellstrand, A. (1996). Board of Directors: a review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(96\)90031-8](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(96)90031-8)
- Kalm, M., & Gomez-Mejia, L. R. (2016). Socioemotional wealth preservation in family firms. *Revista de Administração*, 51, 409–411. <https://doi.org/10.1016/j.rausp.2016.08.002>
- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(4), 693–719. <https://doi.org/10.1017/S0022109000001940>

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and finance. *The Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Lay, L. A., Gonçalves, M., & Cunha, P. R. (2017). Relação entre gênero no Conselho de Administração e no Comitê de Auditoria com o audit delay. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 14(33), 118–139. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2017V14N33P118>
- Lopatta, K., Katarina Böttcher, B., & Jaeschke, R. (2018). When labor representatives join supervisory boards: empirical evidence of the relationship between the change to parity codetermination and working capital and operating cash flows. *Journal of Business Economics*, 88(1), 1–39. <https://doi.org/10.1007/s11573-017-0884-2>
- Lorca, C., Sánchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2011). Board effectiveness and cost of debt. *Journal of Business Ethics*, 100(4), 613–631. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0699-3>
- Mace, M. (1979). Directors: myth and reality – ten years later. *Rutgers Law Review*, 32(2), 293-308.
- Martin, G., Campbell, J., & Gomez-Mejía, L. (2016). Family control, socioemotional wealth and earnings management in publicly traded firms. *Journal of Business Ethics*, 133(3), 145-169. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2403-5>
- Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. (2017). Coercive, normative and mimetic isomorphism as determinants of the voluntary assurance of sustainability reports. *International Business Review*, 26(1), 102–118. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.05.009>
- Martins, H. C., & Rodrigues, S. B. (2005). Atributos e papéis dos Conselhos de Administração das empresas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 45(Especial), 23–35. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902005000500002>
- Mendes-Da-Silva, W., & Onusic, L. (2014). Corporate e-disclosure determinants: Evidence from the Brazilian market. *International Journal of Disclosure and Governance*, 11(1), 54–73. <https://doi.org/10.1057/jdg.2012.14>
- Mizruchi, M. (1996). What do Interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. *Annual Review of Sociology*, 22, 271-298. <https://doi.org/10.1146/annurev.soc.22.1.271>
- Moura, G. D., Franz, L., & da Cunha, P. R. (2015). Qualidade da informação contábil em empresas familiares: influência dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, tamanho e independência do Conselho de Administração. *Contaduría y Administración*, 60(2), 423–446. [https://doi.org/10.1016/S0186-1042\(15\)30008-5](https://doi.org/10.1016/S0186-1042(15)30008-5)

- Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship Theory and board structure: a contingency approach. *Corporate Governance*, 6(1), 5–28. <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00076>
- Parrino, R., & Weisbach, M. S. (1999). Measuring investment distortions arising from stockholder-bondholder conflicts. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 3–42. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00015-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00015-X)
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). *The External Control of Organizations: a Resource Dependence perspective*. Stanford, CA: Stanford University Press.
- Santiago-Castro, M., & Baek, Y. (2003). Board composition and firm performance of large Latin American firms: An Exploratory View. *Latin American Business Review*, 4(2), 1-19. [https://doi.org/10.1300/J140v04n02\\_01](https://doi.org/10.1300/J140v04n02_01)
- Schwartz-Ziv, M., & Weisbach, M. (2013). What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 349-366. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.011>
- Silva, A. & Margem, H. (2015). Mulheres em cargos de alta administração afetam o valor e desempenho das empresas brasileiras? *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), 102-133. Recuperado de <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/view/35116>.
- Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors. *European Management Journal*, 35(3), 362–372. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2016.05.003>
- Turrent, G. del C. B., & García, M. L. S. (2015). La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 31(136), 275–286. <https://doi.org/10.1016/J.ESTGER.2015.02.001>
- Upadhyay, A., & Sriram, R. (2011). Board size, corporate information environment and cost of capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(9–10), 1238–1261. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02260.x>
- Uribe-Bohorquez, M.-V., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I.-M. (2018). Board independence and firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Research*, 88, 28–43. <https://doi.org/10.1016/J.JBUSRES.2018.03.005>
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5)

- Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20(C), 431–460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)
- Westphal, J., Seidel, M.-D. L., & Stewart, K. (2001). Second-order imitation: uncovering latent effects of board network ties. *Administrative Science Quarterly*, 46(4), 717–747.  
Retrieved from: <http://www.jstor.org/stable/3094829>
- Wong, L., Gyax, A. F., & Wang, P. (2015). Board interlocking network and the design of executive compensation packages. *Social Networks*, 41, 85–100.  
<https://doi.org/10.1016/J.SOCNET.2014.12.002>
- Zahra, S., & Pearce II, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.  
<https://doi.org/10.1177/014920638901500208>

## Apêndice A. Esquema de codificação conforme a Lei 6.404/1976

Expressões utilizadas na codificação das decisões, conforme a Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas – LSA), com base em termos potencialmente geradores de decisões. Nesse sentido, não foram incluídos termos de estrutura (quantidade de membros pertencentes ao Conselho de Administração) ou definições e penalidades. Dado que não estão sendo analisadas empresas em processo de abertura, não foram incluídas as expressões relacionadas a essa etapa do ciclo de vida da firma, como é o caso dos artigos 87, 88, 93, 98 e 99 da LSA.

Esquema de codificação baseado na Lei 6.404/1976

Chave	Grupo	Art. LSA
Ações	Deliberar sobre o aumento de capital, dentro do autorizado	Art. 166
Ações	Emissão de ações, inclusive a fixação do preço das ações emitidas	Art. 14 e Art. 142, VII
Ações	Encaminhar proposta de redução do capital social	Art. 173
Assembleia	Convocar a Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária	Art. 123 e Art. 142, IV
Auditoria	Contratar ou Destituir Auditoria independente	Art. 142, IX
Bens	Alienação de bens do ativo não circulante	Art. 142, VIII
Bônus	Emissão de bônus de subscrição	Art. 76
Composição	Nomear conselheiro para cargo vacante, em caso de vacância permanente (em oposição a temporária, como licenças)	Art. 150
Debêntures	Emissão debêntures conversíveis, quando autorizado pelo estatuto e dentro do limite do capital autorizado	Art. 59, § 2º
Debêntures	Emissão debêntures não conversíveis	Art. 59, § 1º
Diretoria	Eleger e Destituir a diretoria executiva	Art. 142, II
Dividendos	Propor à AG a forma de distribuição ou retenção dos lucros	Art. 192
Falência	Confessar falência e pedir concordata, quando autorizado pela Assembleia Geral	Art. 122
Garantia	Prestação de garantias a obrigações de terceiros	Art. 142, VIII
Liquidação	Nomear o liquidante e promover a liquidação	Art. 208
M&A	Firmar os protocolos de Fusões e Aquisições	Art. 224
Ônus	Constituição de ônus reais	Art. 142, VIII
Peritos	Indicar peritos em caso de reembolso de ações	Art. 45, § 4º
Relatórios	Opinar sobre o relatório da administração e as contas da diretoria. Inclui análise das Demonstrações Financeiras Padronizadas, dos Informativos Trimestrais e de Formulários de Referência ou documentos equivalentes	Art. 142, V
Remuneração	Promover a distribuição da remuneração, entre os órgãos da Administração, conforme o montante global definido pela Assembleia Geral	Art. 152

**Nota.** LSA refere-se a Lei 6.404/1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas.

## **Apêndice B. *Guidelines* de codificação das decisões**

As regras de codificação, conforme supracitado, foram inspiradas nos trabalhos de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) e Freitas Neto e Mól (2017). A planilha inicial consistia em: Ano, Data, Hora, Firma, Decisão (por extenso), Tipo de Decisão (Update ou Decision). A decisão é inicialmente categorizada em uma das seguintes categorias.

**Investimentos e Finanças:** trata de questões ligadas ao aumento de capital, programas de recompra de ações, cancelamento de ações mantidas em tesouraria sem redução do capital social, de investimentos no capital social de outras companhias, bem como as decisões de transformação societária (incorporação, cisão e fusão) e relacionadas ao uso de derivativos financeiros.

AREZZO INDÚSTRIA E COMERCIO S/A, 27 de abril de 2016. Deliberar sobre (i) o aumento do capital social da Companhia, dentro do limite de capital autorizado, mediante a capitalização de parcela da reserva de lucros da Companhia, sem a emissão de novas ações;

BRF S.A., 26 de fevereiro de 2016. Deliberar sobre a abertura de Programa de Recompra de Ações da Companhia.

**Redução do Capital Social:** trata de questões ligadas à redução do capital social.

MINERVA S/A, 29 de março de 2016. Aprovar a proposta, a ser submetida à assembleia geral extraordinária, de redução do capital social da Companhia, no montante total de R\$ 1.562.321.153,37 (um bilhão, quinhentos e sessenta e dois milhões, trezentos e vinte e um mil, cento e cinquenta e três reais e trinta e sete centavos), sem alteração do número de ações de emitidas pela Companhia, para a absorção dos prejuízos acumulados (...).

**Emissão de Dívida:** Inclui a emissão de títulos de dívida de naturezas diversas, incluindo debêntures, cédulas de crédito bancário e notas promissórias; contratação de empréstimos e financiamentos e realização de contratos de mútuo. Inclui o processo de decisão sobre garantias quando conferidas na emissão.

JHSF PARTICIPAÇÕES SA, 28 de abril de 2016. Deliberar sobre a realização da 6ª (sexta) emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, da Companhia (“Emissão” e “Debêntures”, respectivamente) mediante colocação privada (...).

CCR S.A., 11 de fevereiro de 2016. Aprovaram a 2ª (segunda) emissão de notas promissórias comerciais, para distribuição pública com esforços restritos de distribuição, da Companhia (“Emissão”), com as seguintes características (...).

**Garantias:** Inclui decisão sobre garantias e avais, quando feita de forma autônoma. Foram considerados os casos em que a companhia prestou garantia em auxílio a suas controladas, quando a decisão da contratação da operação principal não passa pela análise da controladora.

LIGHT SA, 22 de janeiro de 2016. Contratação de Seguro Garantia em substituição a Carta Fiança do Banco Santander.

WEG SA, 22 de março de 2016. Autorizar esta companhia a prestar aval, fiança e outras garantias, a favor de sua controlada WEG Equipamentos Elétricos S.A., referente financiamento a ser firmado junto a Agentes Financeiros autorizados

**Dividendos:** Inclui a distribuição de dividendos, juros sobre capital próprio e as demais destinações ou retenções dos lucros, incluindo a prestação de informações sobre o não pagamento no período. Frequentemente, o texto inclui a decisão sobre a destinação do lucro líquido ou a deliberação sobre a proposta de pagamento de dividendos (e/ou Juros sobre o Capital Próprio) dentro da decisão sobre a aprovação de relatórios financeiros. Nesses casos, a decisão era desmembrada, de forma a permitir que cada parte fosse corretamente codificada.

AREZZO INDÚSTRIA E COMERCIO S/A, 26 de setembro de 2016. Deliberar sobre a distribuição de dividendos intercalares com base no lucro líquido apurado no balanço patrimonial levantado em 30 de junho de 2016.

**Relatórios financeiros:** apreciação e aprovação das contas da administração, do relatório da administração, das demonstrações financeiras anuais, das informações trimestrais, dos formulários de referência – e os equivalentes enviados a bolsas estrangeiras. Também foram incluídos laudos de avaliação e a contratação das empresas especializadas para sua elaboração.

AREZZO INDÚSTRIA E COMERCIO S/A, 1 de agosto de 2016. Analisar, discutir e deliberar sobre as informações financeiras trimestrais da Companhia relativas ao período de 01 de abril de 2016 a 30 de junho de 2016.

**Orçamento:** Refere-se a elaboração, aprovação e acompanhamento do orçamento da companhia, em qualquer periodicidade.

POMIFRUTAS S/A, 28 de março de 2016. Manifestar-se pela aprovação do orçamento para o ano de 2017, proposto pela diretoria da Companhia.

**Questões de Negócios:** decisões sobre a condução dos negócios, como a abertura, alteração e o encerramento de filiais e subsidiárias, mudança de sede, aquisição e alienação de imóveis.

BR PROPERTIES S.A., 13 de fevereiro de 2016. 5.1. Aprovar a aquisição pela Companhia do imóvel comercial denominado “Passeio Corporate”, localizado (...).  
LOJAS RENNER SA, 12 de maio de 2016. A constituição de subsidiária integral da Lojas Renner S.A. no Uruguai (...).

**Projeto de Negócios:** deliberações acerca de projetos específicos de negócios. Em geral questões com continuidade e mais completas que as categorizadas sob a alcunha Questões de Negócios.

MAHLE METAL LEVE S.A., 16 de março de 2016. MBE2 –Projeto – Plano de negócios: A pedido do Sr. Presidente do Conselho o Diretor de Tecnologia apresentou o plano de negócios do MBE2 “ Mahle Bio Etanol – Geração 2 “ para o mercado brasileiro, o qual contemplou perspectivas de mercado, clientes potenciais e estudo econômico. O Sr. Presidente agradeceu a apresentação efetivada pelo Diretor de tecnologia e determinou que verbas necessárias ao respectivo projeto deverão ser submetidas à aprovação desse Conselho na reunião de maio p.f., porém, foi determinada a aprovação de R\$ 9,3 milhões para investimentos requeridos, bem como, a liberação de US\$ 250,0 mil dólares norte americanos a serem utilizados nos serviços de análise e homologação de patentes complementares perante as autoridades americanas, e ainda, a contratação de uma linha de crédito junto ao BNDES “ Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social “ da ordem de R\$ 32,0 milhões.

**Indicar/Demitir um executivo:** Envolve o processo de admissão e de demissão de diretores executivos, incluindo a apreciação de cartas de renúncia.

BR INSURANCE CORRETORA DE SEGUROS S.A., 29 de setembro de 2016. Destituir o Sr. BRUNO GONÇALVES CAROBREZ, brasileiro, (...) dos cargos de Diretor Financeiro e de Controle e Diretor de Relação com Investidores da Companhia para o qual foi eleito em 03 de julho 2015.

BR INSURANCE CORRETORA DE SEGUROS S.A., 29 de setembro de 2016. Eleger a nova Diretora de Relação com Investidores e Diretora Financeiro e de Controle, a Sra. STHEPHANIE HELENA JERG FAZIS, venezuelana, (...) até 10 de maio de 2017, anexo termo de posse e declaração de despendimento.

**Indicação de membro:** Contratação, demissão e renúncia de membros do Conselho de Administração.

BANCO DO BRASIL S.A., 31 de maio de 2016. Aprovar a nomeação do Sr. Paulo Rogério Caffarelli para completar o mandato 2015/2017 no cargo de Conselheiro de Administração do Banco do Brasil S.A., como representante da União.

TERRA SANTA AGRO S.A., 26 de janeiro de 2016. Aceitar o pedido de renúncia, realizado através de correspondência apresentada nesta data a este Conselho de Administração, pelos Conselheiros Hélio Seibel, Salo Davi Seibel e Kátia Martins Costa; e agradecê-los pelos serviços prestados e suas relevantes contribuições à Companhia durante seus respectivos mandatos.



**Nomeação comitês:** Contratação, demissão e renúncia de membros dos comitês relacionados ao Conselho de Administração, do Conselho Fiscal e do Conselho Consultivo. Quando essa nomeação ocorre por força da criação de um comitê, a codificação é sobre o título Mudanças Organizacionais.

EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S/A, 29 de fevereiro de 2016.  
5.1.1 Reeleger o Sr. NICOLAU FERREIRA CHACUR, brasileiro (...) para o cargo de membro do Comitê de Auditoria da Companhia, com mandato até a Assembleia Geral Ordinária da Companhia que aprovar as contas do exercício social que se encerrar em 31 de dezembro de 2025.

**Pessoal e Benefícios:** trata da proposta de remuneração global a ser encaminhada para a Assembleia Geral de Acionistas, da partilha da remuneração individual, da fixação de planos de benefícios (outorga de opções, planos de incentivo de longo prazo etc) e questões relacionadas a execução desses quesitos, como a homologação do aumento de capital quando decorrente do exercício de opções de ações conferidos a executivos de alta patente.

FLEURY SA, 02 de março de 2016. Aprovar a Proposta de Remuneração Global dos Administradores para o exercício de 2016 no valor de até R\$ 12.000.000,00 (Doze milhões de reais), a ser encaminhada para deliberação dos acionistas em assembleia geral ordinária.

EMBRAER S.A., 10 de março de 2016. Submissão à AGE de proposta de cancelamento do Programa de Outorga de Opções de Compra de Ações da Embraer para Membros do Conselho de Administração.

**Mudanças organizacionais:** criação, alteração e extinção de comitês, conselhos fiscais e conselhos consultivos, assim como a modificação nas atribuições das diretorias e demais órgãos da administração; proposição ou modificação de regimentos internos, códigos de ética e/ou de conduta.

CPFL ENERGIA AS, 27 de janeiro de 2016. Revisão do Código de Ética e de Conduta Empresarial do Grupo CPFL.

EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S/A, 26 de julho de 2016. Aprovar, por unanimidade de votos, a extinção do Comitê de Estratégia da Companhia, criado em Reunião do Conselho de Administração da Companhia realizada em 02 de dezembro de 2015.

**Questões Estratégicas:** discussões sobre a estratégia geral da companhia, incluindo o atingimento de metas financeiras e organizacionais, acompanhamento dos riscos do negócio e deliberações acerca das políticas empresariais, como a Política de Divulgação de Informações e a de Transações com Ações emitidas pela própria companhia.

TPI - TRIUNFO PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS S.A., 3 de março de 2016. Aprovação da Política Triunfo de Relacionamento com Stakeholders.

**Auditoria:** questões relacionadas à contratação e destituição da empresa de auditoria independente, inclusive a aprovação de carta de independência; e os planos de trabalho da Auditoria Interna. Não trata de assuntos relacionados ao Comitê de Auditoria, exceto quanto à recomendação de contratação de auditoria independente.

IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S/A, 8 de novembro de 2016. Foi aprovada por unanimidade dos conselheiros presentes, a alteração da empresa de auditoria independente responsável pelos trabalhos de auditoria da Companhia, sendo nomeada a empresa Ernst & Young para a condução dos trabalhos de auditoria para o exercício de 2017.

**Questões gerais em andamento:** questões triviais, como a definição do calendário corporativo, a decisão da data da próxima reunião, o empossamento de membros eleitos em reuniões anteriores.

POMIFRUTAS S/A, 7 de novembro de 2016. Manifestar-se pela aprovação do calendário de reuniões do Conselho de Administração da Companhia para o ano de 2017.

**Questões Inter companhias:** trata de assuntos relacionados a empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico, o que exclui o conceito de filial, por ser uma extensão formal da própria firma.

MINERVA S/A, 8 de novembro de 2016. 6.1 Aprovar a orientação de voto favorável na Assembleia Geral Extraordinária da Pulsa para modificação do Estatuto Social, de modo que as ações da empresa passem a ser nominativas.

**Regulação e governo:** trata da discussão e adaptação a regras e processos de fiscalização por órgãos competentes, incluindo o reflexo de mudanças regulatórias. Inclui a adesão ou decisão de desligamento do segmento de listagem.

BR PROPERTIES S.A., 2 de fevereiro de 2010. Apreciar e aprovar a nova redação consolidada do Estatuto Social da Companhia, inclusive para refletir as alterações sugeridas acima e adaptá-lo às cláusulas exigidas pelo Regulamento de Listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA na forma do Anexo B a esta Ata, que, rubricado pela Mesa, permanece arquivado na sede da Companhia.

**Contratos e compras:** decisões referentes à aquisição de mercadorias e serviços, inclusive de partes relacionadas e por meio de processos licitatórios, em caso de sociedades de economia

mista. Como são atividades de rotina, não foram consideradas na alçada decisória do Conselho de Administração.

COMPANHIA DE SANEAMENTO DE MINAS GERAIS, 9 de novembro de 2016.  
4.1. homologação do processo administrativo licitatório CPLI nº 1020160001 para contratação de agência especializada em serviços de propaganda, Proposta de Resolução do Conselho de Administração - PCA nº 083/16;

**Questões legais:** assuntos relacionados a processos judiciais, inclusive quanto ao ajuizamento e acompanhamento de recuperação judicial.

ESTACIO PARTICIPAÇÕES SA, 11 de agosto de 2016. Determinar à Diretoria da Companhia que contrate advogados de reconhecida reputação no mercado para apoiar a Companhia no processo de recuperação das perdas incorridas e apuração das respectivas responsabilidades.

**Aprovação de atas de encontros anteriores:** Trata da aprovação de atas de reuniões anteriores, que podem ser aceitas de pronto ou conter alguma retificação. Quando trata-se de ratificação de atas para fins diversos, a decisão é codificada de acordo com o que ensejou o processo.

CPFL ENERGIA SA, 25 de maio de 2016. Aprovou a ata da 293ª reunião do Conselho, realizada em 04.05.2016.

**Ratificação do comitê (x):** há quatro categorias de comitês com codificação autônoma – Recursos Humanos (RH), Auditoria, Financeiro e o Operacional, que congrega todos os não citados previamente, a exemplo do Comitê de Estratégia. Cada categoria está relacionada ao relato do acompanhamento das atividades dos comitês, sendo a divisão necessária para a alocação aos grupos respectivos. Se uma mesma decisão referia-se a mais de um comitê (e.g. aprovar as atas das reuniões de ambos os comitês de Auditoria e o de Recursos Humanos), a decisão era duplicada na base de dados, de forma a ser codificada em cada categoria.

LOCALIZA RENT A CAR SA, 21 de julho de 2016. Apreciada a ata de reunião do Comitê de Gestão de Pessoas realizada em 21/07/2016, sendo aprovados os conteúdos de suas recomendações.

**Autorização à Diretoria:** concessão de poderes à diretoria executiva para a prática de atos administrativos formais, como a assinatura de contratos.

AREZZO INDÚSTRIA E COMERCIO S/A, 21 de junho de 2016. A autorização para a Diretoria da Companhia praticar todos os atos necessários à efetivação das deliberações tomadas na Reunião do Conselho de Administração.

**Convocações:** convocação da Assembleia Geral dos Acionistas, quer ordinária ou extraordinária, e possíveis retificações ao processo, como mudanças nos termos de convocação ou cancelamento da chamada.

ENEVA S.A., 16 de março de 2016. Autorizar a convocação da Assembleia Geral Extraordinária da Companhia, em data a ser definida oportunamente, para deliberar sobre a proposta de grupamento e a consequente alteração do artigo 5º do Estatuto Social da Companhia, de modo a refletir a quantidade de ações em que se divide o capital social.

**Questões formais:** Decisões de cunho burocrático, como a ratificação de atos da diretoria, inclusão de pontos extra-pauta; consolidação de documentos ou de informações e a aprovação da forma da lavratura da ata da reunião do conselho.

VALID SOLUÇÕES E SERVIÇOS DE SEGURANÇA EM MEIOS DE PAGAMENTO E IDENTIFICAÇÃO S.A., 29 de março de 2016. A consolidação do estatuto social da Companhia.

**Outros:** Em raros casos (menos de 0,1% da amostra de decisões), a empresa afirmou que havia tópicos confidenciais a serem discutidos. Por não ser conhecida a natureza dessas decisões, foram as únicas a não serem contabilizadas.

Conexão entre papéis, grupos e tópicos

Gerenciamento	Pessoal e Benefícios	Indicar ou Demitir um executivo
		Mudanças organizacionais
	Questões Financeiras	Dividendos
		Emissão de Dívida
		Garantias
		Investimentos e Finanças
		Orçamento
		Redução de Capital
	Questões de Negócios	Projeto de Negócios
		Questões de Negócios
		Questões Estratégicas
		Questões gerais em andamento
Questões intercompanhias		
Supervisão	Auditoria e Contratos	Auditoria
		Contratos e compras
		Questões legais
		Ratificação do Comitê de auditoria
	Pessoal e Benefícios	Pessoal e Benefícios
		Ratificação do Comitê de RH
	Questões Financeiras	Ratificação do Comitê financeiro
		Relatórios financeiros
	Questões Formais	Aprovação de atas de encontros anteriores
		Autorização à Diretoria
		Convocações
		Indicação de membros
		Nomeação para os Comitês
	Questões de Negócios	Questões formais
		Ratificação do Comitê operacional
		Regulação e governo

Fonte. Elaboração própria, com base em Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) e Freitas Neto e Mól (2017).

## Apêndice C. Distribuição percentual dos tópicos de decisão, por ano

Distribuição dos tópicos de decisão, por ano

<b>Tópico</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>Média</b>
Aprovação de atas anteriores	0,62	0,76	0,45	0,55	0,03	0,06	0,25	0,39
Auditoria	1,17	2,08	1,69	1,20	0,83	1,32	1,70	1,43
Autorização à Diretoria	2,92	2,94	3,40	4,05	7,22	6,81	8,32	5,09
Contratos e compras	4,61	5,12	5,95	4,86	6,12	4,90	4,81	5,20
Convocações	3,11	3,60	3,12	3,05	2,87	3,73	3,34	3,26
Dividendos	5,19	5,35	5,03	5,35	6,03	5,81	4,92	5,38
Emissão de Dívida	5,25	5,55	6,43	6,38	7,10	6,08	6,43	6,17
Garantias	5,03	5,38	5,66	6,42	7,16	6,31	7,85	6,26
Indicação de Membros	2,24	2,34	2,45	2,72	1,92	3,88	2,60	2,59
Indicar Demitir um executivo	7,04	6,54	7,19	7,16	5,94	7,93	6,62	6,92
Investimentos e Finanças	14,34	12,02	11,17	10,34	5,32	6,75	6,04	9,43
Mudanças Organizacionais	2,14	2,34	2,35	2,27	2,28	2,05	2,16	2,23
Nomeação comitê	1,65	1,75	2,13	2,53	2,28	2,44	2,71	2,21
Orçamento	1,65	2,28	2,29	2,40	1,92	2,06	1,70	2,04
Pessoal e Benefícios	8,60	8,12	6,59	6,61	5,50	5,40	5,31	6,59
Projeto de Negócios	0,68	0,76	0,67	1,20	1,45	1,00	1,37	1,02
Questões de Negócios	1,82	1,62	1,88	1,98	2,58	2,91	2,03	2,12
Questões Estratégicas	3,34	2,84	4,20	3,63	13,99	11,13	12,48	7,37
Questões Formais	11,13	11,00	9,61	9,24	5,74	5,81	5,54	8,30
Questões gerais em andamento	2,21	2,01	2,55	2,17	1,63	1,20	1,21	1,85
Questões inter-companhias	4,96	4,00	3,47	4,31	1,75	1,76	1,92	3,17
Questões legais	0,13	0,07	0,10	0,16	0,09	0,44	0,38	0,20
Ratificação do comitê de auditoria	0,00	0,00	0,06	0,23	0,21	0,23	0,33	0,15
Ratificação do comitê de RH	0,06	0,03	0,10	0,23	0,12	0,32	0,22	0,15
Ratificação do comitê financeiro	0,00	0,07	0,03	0,00	0,00	0,00	0,03	0,02
Ratificação do comitê operacional	0,03	0,03	0,03	0,06	0,06	0,18	0,14	0,08
Redução Capital	0,03	0,03	0,03	0,00	0,03	0,06	0,06	0,03
Regulação e governo	0,13	0,30	0,35	0,00	0,33	0,06	0,11	0,18
Relatórios Financeiros	9,93	11,06	11,04	10,92	9,52	9,37	9,27	10,16
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**Nota.** Valores apresentados na forma percentual.