

A RELAÇÃO DA INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO COM O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS EMPRESAS FAMILIARES NO BRASIL

Resumo

O Brasil evoluiu na conjuntura de governança corporativa e este tema tornou-se recorrente em trabalhos acadêmicos devido ao interesse por pesquisadores, gestores, investidores, reguladores, entre outros agentes.

Um fator relevante sobre as empresas de capital aberto no Brasil é que, em sua maioria, apresentam características de organizações familiares devido a propriedade e controle detidas por um mesmo núcleo familiar.

Entre algumas das práticas de governança corporativa no Brasil, está a presença obrigatória de pelo menos 20% de conselheiros independentes na composição do conselho de administração das empresas listadas em certos níveis da bolsa de valores brasileira.

Muitos artigos abordam as contribuições ou implicações, em termos qualitativos, da presença destes agentes no conselho de administração.

Este trabalho propõe uma análise quantitativa a partir de modelos econométricos para constatar a relação de conselheiros independentes com o desempenho financeiro das empresas de capital aberto.

Palavras Chave: Governança Corporativa, Empresas Familiares, Conselheiros Independentes, Desempenho Financeiro, Diversidade no Conselho de Administração

Introdução

Temas de Governança Corporativa em países emergentes são relevantes, pois os sistemas de governança desenvolvidos para economias estabelecidas podem se mostrar menos eficazes em ambientes de mercados emergentes (Chen, Li & Shapiro, 2011).

Escândalos corporativos e falhas de executivos continuam presentes, apesar da crescente ênfase nas reformas de governança em todo o mundo e do crescente ativismo de acionistas, governos e outras partes interessadas. (Armitage, Seth and Hou, Wenxuan and Sarkar, Subrata and Talaulicar, Till, 2017). De acordo com Giannetti (2006), pesquisas com investidores estrangeiros reforçam a preferência de investimentos em empresas com maior nível de

governança corporativa em mercados emergentes, pois estes agentes também evitam comprar ações de empresas com má governança corporativa em mercados emergentes e economias desenvolvidas. Com relação a regulamentação e regulação, Khanna, T. (1999) aborda que em países emergentes, grandes corporações exercem considerável poder econômico e político que pode ser usado não apenas para bloquear tentativas de reestruturação, mas também para sufocar o desenvolvimento de mercados a longo prazo e trabalhar com propósitos contrários ao governo. Outro evento mencionado pelo autor é a ausência de fortes estruturas de responsabilidade financeira e governança corporativa nos países em desenvolvimento há muito tempo, incentivou os grupos empresariais a se concentrarem no crescimento e na participação de mercado, e não na lucratividade, como seu principal objetivo.

Fato que com as crises financeiras mostraram que o crescimento sem lucratividade não pode ser sustentado. Por fim, o autor menciona que a sede de um grupo de negócios pode estabelecer as bases para mudanças a longo prazo, promovendo a transparência e a boa governança corporativa, pois investidores estrangeiros de empresas de mercados emergentes estão sempre preocupados em serem explorados por investidores internos. Afinal, o envolvimento de membros da família na administração cria muitas oportunidades para nepotismo e abuso de informação privilegiada. A baixa qualidade das informações divulgadas e a falta de conselhos independentes aumentam estas preocupações.

Em economias emergentes há predominância de empresas familiares, determinada pela propriedade fechada e acionistas controladores (Armitage, Seth and Hou, Wenxuan and Sarkar, Subrata and Talaulicar, Till, 2017) o que torna a governança corporativa mais distante das economias avançadas. A pesquisa acadêmica reconhece a prevalência e o melhor desempenho das empresas familiares em todo o mundo (Allouche & Amann, 2000). Também, são comparativamente mais lucrativas do ponto de vista dos acionistas (ROE) e utilizam seus recursos com mais eficiência do que empresas não familiares (Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. 2008). Análises adicionais revelam que a relação entre as propriedades da família e o desempenho da empresa não é linear e, quando os membros da família atuam como CEO, o desempenho é melhor do que com CEOs externos, assim a propriedade da família é uma estrutura organizacional eficaz. (Anderson, 2003).

A presença de um acionista ativo e influente pode simplificar a tomadas de decisões e gerar situações controversas que envolvem os conflitos de interesse inerentes a um grupo específico

(Turnbull, 2000), como por exemplo o nível de honorários dos diretores, a nomeação e aposentadoria do CEO e de outros diretores, os procedimentos contábeis a que determinam os lucros declarados, entre outros fatores. Corrobora esta argumentação, a riqueza da família estar intimamente ligada ao bem-estar da empresa, portanto as famílias podem ter fortes incentivos para monitorar os gerentes e minimizar o problema do free rider inerente aos pequenos acionistas. (Anderson, 2003). Anderson et al. (2002) sugere que a presença significativa da família na empresa também cria poderosos efeitos de reputação que fornecem incentivos para os gerentes da família melhorarem o desempenho da empresa. Consequentemente, a participação ativa da família no gerenciamento da empresa pode levar a um desempenho diferenciais de desempenho em relação a empresas não familiares. As famílias, por causa de suas grandes participações acionárias e do controle frequente de cargos gerenciais, têm indiscutivelmente vantagens de informação sobre os demais acionistas da empresa. Dessa forma, as famílias podem avaliar mais prontamente as perspectivas futuras da empresa, sugerindo que elas mantenham vínculos apenas com as empresas com perspectivas favoráveis. Por outro lado, quando o controle da família é maior que seus direitos de propriedade, o potencial de expropriação entre os controladores da empresa e os acionistas minoritários são os mais altos (Shleifer, 1997). Em muitos países, o acionista dominante é uma corporação multinacional, que estabeleceu uma afiliada de capital aberto em outro país. Nas economias emergentes, os acionistas dominantes tipicamente é o empreendedor fundador (Turnbull, 2002).

Brasil

No Brasil, os temas de Governança Corporativa tornaram-se recorrentes nas últimas décadas, a medida em que mais dados das empresas de capital aberto se tornaram públicas, a partir de 2010. Na última década, o Brasil passou por grandes mudanças políticas, sociais e econômicas que justificam a pesquisa detalhada sobre aspectos de Governança Corporativa nas empresas que atuam no país. Dentre um dos fatores relevantes, está a operação Lava-Jato da Polícia Federal que teve início em meados de 2009 e estende-se por uma década.

Esta operação investigou e deteve executivos e acionistas de grandes empresas com a justificativa de corrupção, doações ilegais a partidos políticos, entre outras ações caracterizadas como crimes do colarinho branco.

Adicionalmente, há presença significativa de investidores estrangeiros que detêm ações na bolsa de valores brasileira, acima de 40% de acordo com dados da B3, e o país apresenta um cenário interessante para pesquisa porque há espaço considerável para melhorias no que diz respeito à governança corporativa das empresas. Apresentado o panorama acima, entende-se a relevância do trabalho e suas contribuições à academia, reguladores, investidores, gestores, entre outros agentes. A quantidade de empresas analisadas neste estudo é representativa e contempla mais de 300 companhias da bolsa de valores brasileira. O principal aspecto de Governança Corporativa estudado nesta pesquisa é a presença dos conselheiros independentes no conselho de administração, que apresenta uma quantidade crescente em sua representatividade ao longo dos anos, conforme será apresentado no próximo capítulo.

Conselhos de Administração

A grande maioria dos estudos de empresas familiares apontou consistentemente a necessidade de conselhos cada vez maiores, ativos e externos, mesmo em empresas familiares de capital fechado (Guido Corbetta, Carlo A. Salvato 2004).

O papel e a composição do comitê de nomeação requerem mais atenção do que foi concedido na literatura existente. De maneira semelhante, o comportamento do conselho e o engajamento em questões estratégicas merecem mais atenção em comparação à estrutura e composição (Judge & Talaulicar, 2017).

A contribuição dos conselheiros independentes na composição dos conselhos de administração das empresas é um tema de significativa relevância e que originou muitos trabalhos que tratam do assunto buscando identificar quais fatores sobre os conselhos de administração são relevantes e como se relacionam com o desempenho das empresas ou evoluem no tempo. A importância deste trabalho está diretamente relacionada às questões de governança corporativa nas empresas.

No Brasil, em 23 de Outubro de 2007, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) divulgou a instrução de número 461 que introduz a participação de conselheiros independentes no conselho de administração das empresas através do artigo 46.

O objetivo deste trabalho é analisar o desempenho financeiro das empresas familiares com foco na composição do conselho de administração em relação à sua independência, quantidade de conselheiros independentes sobre o total de membros no conselho de administração. Este

trabalho segue a mesma metodologia de Vesco e Beuren (2016), utilizando o método econométrico de Mínimos Quadrados Ordinários.

A base de dados analisada é composta por todas as empresas de capital aberto na bolsa de valores brasileira no período de 2010 a 2016.

Os parâmetros definidos para aplicação neste trabalho seguem os artigos Guest (2009), Carter, Simkins e Simpson (2003), Shrader, Blackburn e Iles (1997), Erhardt, Werbel e Shrader (2003) e Perry e Shivdasani (2005) que utilizaram como métricas de eficiência financeira para as empresas analisadas: ROE, ROA e Q de Tobin (Tobin's Q Ratio). A análise conjunta dos indicadores financeiros permite uma visão mais ampla dos impactos estudados, dadas as características de cada indicador, de modo a reduzir o viés conclusivo.

Os objetivos primários deste trabalho são verificar se a composição do conselho de administração influencia nos resultados financeiros das empresas familiares, assim como a influência da composição do conselho de administração nos resultados financeiros das empresas ao longo do tempo.

Também foi analisado se existe um padrão de comportamento entre a composição do conselho de administração e os resultados financeiros das empresas.

Como objetivos secundários foi estudado se existe um padrão de comportamento entre as empresas com conselheiros independentes indicados pelo controlador na composição do conselho de administração e os resultados financeiros das empresas; também foi analisado se existe a presença significativa de conselheiros independentes indicados pelos acionistas minoritários na composição do conselho de administração. A contribuição à literatura existente é apresentar se esta variável endógena, representatividade de conselheiros independentes no conselho de administração das empresas familiares de capital aberto no Brasil, apresenta relação com os indicadores financeiros analisados.

Temas de Governança Corporativa tem sido muito requisitado no Brasil recentemente, uma vez que as empresas constantemente buscam modelos para demonstrar maior transparência em sua gestão e garantir um crescimento sustentável e idôneo para os acionistas. Também evoluiu a necessidade de atendimento de maiores exigências do mercado de capitais.

Este estudo contribui com informações sobre a performance financeira direta ou indiretamente gerada pela presença de conselheiros independentes no conselho de administração das empresas familiares de capital aberto no Brasil durante os anos recentes.

Revisão da Literatura

Segundo Fama e Jensen (1983), os conselheiros independentes trazem conhecimentos valiosos e conexões potencialmente importantes para as empresas. Também, têm a responsabilidade de monitorar, disciplinar e remover gestores pouco eficientes. Carter, Simkins & Simpson (2003), baseiam-se no fato de que um dos elementos-chave da teoria dos agentes é que a independência do conselho é fundamental para o melhor atingimento dos interesses dos acionistas.

De acordo com Van Ness, Miesing e Kang (2010) há importantes contribuições nas empresas ocasionadas pela heterogeneidade e tamanho do conselho de administração.

Entre alguns dos exemplos citados, os conselheiros independentes demonstram resistir fortemente às atitudes que podem beneficiar os executivos acima dos acionistas. Os conselheiros independentes também mostraram monitorar mais cuidadosamente as aquisições, particularmente quando envolvem a diversificação de competências essenciais que não estão no melhor interesse a longo prazo das empresas (Zajac & Westphal, 1996).

Entre outras contribuições, os agentes exercem o papel de fiscalizadores da gestão e podendo assim prevenir fraudes, como citado no estudo de Beasley (1996). Além disso, empresas com maior proporção de independência do conselho também apresentam ratings de crédito melhores como citado no estudo de Ashbaugh Skaife, Collins e LaFond (2006).

Dentre as relações analisadas por Van Ness, Miesing e Kang (2010) para entender o impacto da relação dos membros do conselho com a performance financeira das empresas estão: a proporção de conselheiros independentes, o tamanho do conselho de administração em quantidade de membros, tempo médio do CEO na gestão do negócio, heterogeneidade da experiência dos membros do conselho e quantidade de conselheiros com background em finanças. No artigo, foi constatado que fatores como a diversidade e quantidade de membros do conselho impactam diretamente nos resultados financeiros das empresas norte americanas. Alguns exemplos constatados como a complementação entre o perfil de conselheiros com experiência em gestão e conselheiros com experiência em finanças colaboram com maior retorno sobre os ativos no mercado norte americano. O maior tempo de experiência dos conselheiros também corroboram o efeito citado anteriormente.

Adicionalmente, conselheiros independentes tendem a trazer mais transparência e controle às empresas por se tratar de administradores que não estão diariamente na gestão da empresa e, portanto, precisam de maiores esclarecimentos quanto as ações e resultados da empresa de

acordo com Sharifah e Syahrina (2015). No artigo mencionado acima, esta questão é tratada com as contribuições dos conselheiros independentes às empresas não somente no âmbito financeiro, representados pelas métricas ROI, ROA e Q de Tobin, porém no âmbito da reputação e operacional através do monitoramento da gestão da empresa, preservação dos direitos dos stakeholders e mitigação do problema de agentes (Fama e Jensen, 1983).

As empresas com maior proporção de conselheiros independentes também são consideradas mais socialmente responsáveis (Dunn e Sainty 2009).

Contrariamente às posições colocadas anteriormente, Iwu-Egwuonwu (2010) faz alguns questionamentos a este tema, como por exemplo qual seria a diferença quanto aos impactos e a eficiência operacional e financeira das empresas com um conselho minoritariamente ou majoritariamente independente. O autor reforça que conselheiros independentes têm conhecimento limitado sobre as empresas em que atuam e por isso podem tomar menos riscos em suas decisões. Também menciona a falta de precisão em mensurar suas ações, dado que fatores exógenos sociais, econômicos e institucionais também afetam o resultado das empresas. O autor reforça a particularidade de cada cultura isolada e geografia dos países, argumentando que estudos sobre a independência do conselho podem demonstrar vantagens e benefícios em uma determinada região, como no oriente, mas pode não ser aplicável ao ocidente. O autor acredita, portanto, devemos ter muita atenção quanto às análises de eficiência financeira relacionada ao conselho administrativo minoritariamente ou majoritariamente independente. Devido à implantação do modelo de conselheiros independentes no conselho das empresas ter sido difundido primeiramente nos mercados norte americano e europeu em 1970 (Baum, 2016), há maior oferta de estudos sobre o tema principalmente nos Estados Unidos da América.

De acordo com Eddis, Grau, Miller, Moklestad e Oskvig (2013), que realizaram uma comparação entre os perfis do conselho de administração no Brasil e nos Estados Unidos, a presença de conselheiros independentes no Brasil é baixa no ano de 2005, no qual 36% das 86 empresas analisadas não tinham conselheiros independentes e apenas 29% das empresas continham mais de 31% da proporção de conselho de administração composto por conselheiros independentes.

Tabela 1. Proporção histórica de conselheiros independentes no Brasil (2005).

Proporção de conselheiros independentes					
Número de Conselheiros Independentes	Número de Empresas	Proporção de Conselheiros Independentes Percentual	Número de Conselheiros Independentes	Número de Empresas	Proporção de Conselheiros Independentes Percentual
0	31	36%	0%	31	36%
1	16	19%	1-10%	2	2%
2	17	20%	11-30%	20	23%
3	13	15%	31-50%	23	27%
4 ou mais	9	10%	51% ou mais	10	12%
Média	1.58		Média	23%	
Mediana	1.0		Mediana	18%	

Fonte: Elaborado pelo autor com dados Black, Carvalho e Gorga (2010)

No Brasil, este tema tem adquirido maior notoriedade a partir de 2007 quando a CVM publica a Instrução 461 de 23/10/2007 no qual é exigido uma participação mínima de conselheiros independentes nas empresas de capital aberto registradas no Novo Mercado e Nível II.

Desde então, o tema tem ganhado importância no país apesar de poucos estudos empíricos terem sido publicados.

Conceito de Conselheiro Independente

Segundo o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) a definição de conselheiro independente é aquele ou aquela que não possui vínculo presente ou passado com a organização e/ou seu grupo de controle, não sofrendo, portanto, influência significativa de grupos de interesse. A lista de critérios citados pelo IBGC, classifica o conselheiro independente, dentre outros como fatores como um membro que não tem qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital; não é sócio controlador, membro do grupo de controle ou de outro grupo com participação relevante, cônjuge ou parente até segundo grau destes ou ligado a organizações relacionadas ao sócio controlador; não está vinculado por acordo de acionistas; não é empregado ou Diretor da organização (ou de suas subsidiárias) há, pelo menos, 3 (três) anos; não é ou não foi, há menos de 3 (três) anos, Conselheiro de organização controlada; não fornece, comprando ou oferecendo (negociando), direta ou indiretamente, serviços e/ou produtos em escala relevante para o Conselheiro ou a organização; não é cônjuge ou parente até segundo grau de algum Diretor ou gerente da organização; não recebe outra remuneração da organização, além dos honorários de Conselheiro (dividendos oriundos de participação não relevante no capital estão excluídos desta restrição); não foi sócio, nos últimos 3 (três) anos, de firma de auditoria que audite ou tenha auditado a organização neste mesmo período; não é membro de entidade sem-fins lucrativos que receba recursos financeiros

significativos da organização ou de suas partes relacionadas; mantém-se independente em relação ao Diretor-presidente e não depende financeiramente da remuneração da organização. No Brasil, de acordo com o regulamento da bolsa de valores (B3), há exigência de presença mínima de 20% de conselheiros independentes no conselho de administração de empresas listadas no Novo Mercado ou Nível II.

Durante o período selecionado para este trabalho, o número de conselheiros independentes tem crescido em quantidade e representatividade, conforme gráfico abaixo, elaborado com a base de dados coletada.

Gráfico 1: Evolução da composição do conselho de administração no Brasil



Fonte: elaborado pelo autor com dados da CVM - Formulário de Referência (2010 a 2016)

O crescimento do número de conselheiros independentes nas empresas entre 2010 a 2016 é de 66,1%, partindo de um total de 221 conselheiros independentes em 2010 para 367 em 2016. Reforçando que durante todos os anos da amostra houve aumento no número de conselheiros independentes em comparação ao ano anterior.

A representatividade dos conselheiros independentes ano a ano, entre 2010 a 2016, pode ser vista na tabela abaixo.

Tabela 2. Representatividade dos conselheiros independentes.

Ano	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Proporção de Cons. Independentes (%)	15.7%	15.4%	16.5%	18.3%	19.8%	20.0%	21.6%

Fonte: elaborado pelo autor com dados da CVM - Formulário de Referência (2010 a 2016)

Esta análise demonstra uma tendência de crescimento no número destes executivos em referência, enquanto o tamanho total do conselho de administração apresenta uma tendência de decréscimo a partir de 2011 quando parte de 1.813 executivos para 1.701 em 2016.

Metodologia

A base de dados utilizada neste trabalho é composta pelas empresas de capital aberto na bolsa de valores brasileira (B3) durante os anos de 2010 a 2016, cujos dados foram coletados em janelas trimestrais.

Após a coleta dos dados, foi considerado apenas as empresas presentes em todos os anos entre 2010 a 2016, para tratar-se empresas comparáveis, sem a interferência de aberturas ou fechamentos de capital. Este procedimento resultou em 854 dados anuais, o que representa 122 empresas.

Este período foi selecionado devido à exigência da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) de divulgação das informações referentes ao conselho de administração das empresas de capital aberto no Brasil a partir do ano de 2010. Períodos anteriores à data selecionada, carecem da divulgação de informações sobre a composição do conselho de administração. As empresas foram caracterizadas como familiares se apresentaram o controle acionário, presidência do conselho e CEO pertencente a um mesmo núcleo familiar.

Para elaborar a variável que representa a proporção de conselheiros independentes no conselho de administração foi consultado o site da CVM que divulga a composição anual do conselho de administração, demonstrada no Formulário de Referência, item 12. Assembleia e Administração, tópicos 5/6. Composição e Experiência profissional do Administrador e do Conselho. Nesta pesquisa, também foi apurado se os conselheiros independentes foram indicados pelo controlador e se há presença de conselheiros indicados pelos acionistas minoritários.

Para remoção de outliers, a base de dados passou pelo processo de winsorização com taxa de 5%. Após este tratamento, os casos nos quais os valores contábeis extraídos da base de dados foram muito divergentes das médias das variáveis foram removidos para não distorcerem o resultado. Exemplificando, foram retirados da base os casos de empresas em recuperação judicial durante o período analisado como OGXP3, MMXM3 e LUPA3. A relação dos casos extraídos da amostra encontra-se no apêndice deste trabalho.

A partir dos dados coletados da base da Economatica, serão calculados os seguintes indicadores para toda a base de dados: ROE, ROA e Q de Tobin. As empresas do setor bancário não foram consideradas neste trabalho devido às particularidades deste setor, diferentemente dos demais setores da economia, por exemplo a alta alavancagem dos bancos pode exceder 90% (Adams,

2003). Gornall e Strebulaev (2014) mostram que, tipicamente, a alavancagem média dos bancos, situa-se entre 87 e 95% enquanto a alavancagem média de empresas não financeiras está na faixa de 20 a 30 por cento. Esta alta alavancagem aumenta a probabilidade de falências bancárias. Os executivos do setor bancário têm fortes incentivos para realizar investimentos de alto risco, mesmo que os investimentos não possuam valor presente líquido positivo (John, 2016). Incentivos gerenciais podem aumentar o conflito entre *shareholders* – *debtholders* de empresas alavancadas., comprometendo a atuação de determinada(s) empresa(s).

No setor bancário, as assimetrias informacionais são mais relevantes do que nas indústrias manufatureiras, por exemplo (Furfine, 2001). A governança de bancos é influenciada por variáveis não somente no nível do país, como desenvolvimento econômico doméstico (Chen, Li & Shapiro, 2011), mas também em relação aos sistemas de governança macro.

Também deve se considerar o risco de contaminação da economia local e internacional causado pela falência de uma instituição financeira (John, 2016).

A metodologia econométrica aplicada neste trabalho para a base de dados primária serão os métodos dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS), semelhante a metodologia utilizada em Kim (2017) e Wintoki (2012). As regressões foram realizadas em painel com efeito fixo, metodologia consistente devido ao tamanho da amostra.

Para analisar o efeito da oscilação das variáveis macroeconômicas durante o período da base de dados estudada, foi inserido variáveis dummies de tempo para os anos de 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015.

Abaixo, apresento as variáveis resposta utilizadas nas regressões, conforme sugeridas por Carter, Simkins e Simpson (2003) e Erhardt, Werbel e Sharader (2003) como métricas de desempenho financeiro: ROE, ROA e Q de Tobin.

Abaixo as variáveis utilizadas como vetores de controle:

- Independência do Conselho: proporção de conselheiros independentes sobre o total de membros do conselho de administração
- Empresa Familiar: Empresas com controle acionário, presidência do conselho e CEO familiar
- Variável cruzada: Independência do Conselho e Empresa Familiar
- Ativo Total em logaritmo natural
- Crescimento da Receita Líquida

- Razão entre Dívida Líquida e Ativo Total
- Razão entre Ebit e Ativo Total
- Variável dummy de conselheiro independente indicado pelo controlador
- Variáveis dummies anuais de 2010 a 2015

Utilizando as variáveis apresentadas acima, serão testadas as seguintes hipóteses:

a-) H_0 : A representatividade de conselheiros independentes não apresenta relação com os indicadores ROE, ROA e Q de Tobin.

As regressões econométricas realizadas para identificar a relação dos conselheiros independentes com as demais variáveis analisadas estão descritas abaixo:

$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ Independência do Conselho}_{i,t} + \beta_2 \text{ Ativo Total (ln)}_{i,t} + \beta_3 \text{ Crescimento da Receita}_{i,t} + \beta_4 \text{ Razão Dívida/Ativo}_{i,t} + \beta_5 \text{ Razão Ebit/Ativo}_{i,t} + \beta_6 \text{ Dummy Indicado pelo Controlador} + \beta_7 \text{ Dummies anuais}_t + \beta_8 \text{ Empresa Familiar}_{i,t} + \beta_9 \text{ Independência do Conselho X Empresa Familiar}_{i,t} + \varepsilon$

(1)

$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ Independência do Conselho}_{i,t} + \beta_2 \text{ Ativo Total (ln)}_{i,t} + \beta_3 \text{ Crescimento da Receita}_{i,t} + \beta_4 \text{ Razão Dívida/Ativo}_{i,t} + \beta_5 \text{ Razão Ebit/Ativo}_{i,t} + \beta_6 \text{ Dummy Indicado pelo Controlador} + \beta_7 \text{ Dummies anuais}_t + \beta_8 \text{ Empresa Familiar}_{i,t} + \beta_9 \text{ Independência do Conselho X Empresa Familiar}_{i,t} + \varepsilon$

(2)

$Q \text{ de Tobin}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{ Independência do Conselho}_{i,t} + \beta_2 \text{ Ativo Total (ln)}_{i,t} + \beta_3 \text{ Crescimento da Receita}_{i,t} + \beta_4 \text{ Razão Dívida/Ativo}_{i,t} + \beta_5 \text{ Razão Ebit/Ativo}_{i,t} + \beta_6 \text{ Dummy Indicado pelo Controlador} + \beta_7 \text{ Dummies anuais}_t + \beta_8 \text{ Empresa Familiar}_{i,t} + \beta_9 \text{ Independência do Conselho X Empresa Familiar}_{i,t} + \varepsilon$

(3)

Resultados Encontrados

Nesta seção serão apresentados os resultados obtidos através dos procedimentos relatados na seção anterior, iniciado pelo resumo das estatísticas da base de dados completa, análise por quartis e os resultados dos modelos econométricos para a relação dos conselheiros independentes com o desempenho financeiro das empresas familiares e não familiares.

O resumo das estatísticas da base de dados completa apontou o ROE médio da amostra foi de 0,1586 e significa que o lucro líquido representou 15,86% do patrimônio líquido das empresas. O ROA médio da amostra foi de 0,0494 e significa que o lucro líquido representou 4,94% do ativo total das empresas. Comparativamente, a Taxa Selic nominal média no mesmo período

analisado foi 10,92% a.a., com valores nominais máximo e mínimo no período de respectivamente 14,15% a.a. e 7,12% a.a.

Para o parâmetro financeiro Q de Tobin, o valor médio da amostra foi de 1,0181 e pode ser interpretado que o valor de mercado das empresas é 1,81% acima do valor de seus ativos.

A média de independência da amostra é 20,78% o que pode ser explicado com as regras de listagem do Nível II e Novo Mercado da bolsa de valores, representadas por 152 empresas, que exigem que 20% dos membros do conselho sejam independentes.

O número médio de membros do conselho foi de 8,3, apontando um crescimento em relação ao número apresentado no artigo Black, Carvalho e Gorga (2010) que indicava média de 6,8 membros com a base de dados selecionada de 2005.

Tabela 3. Resumo das Estatísticas - indicadores financeiros e variáveis de controle da base de dados completa.

Resumo das Estatísticas					
Amostra Total					
Indicadores de Desempenho	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
ROE (LL/PL)	0,1586	0,0657	0,3907	0,0002	6,6173
ROA (LL/AT)	0,0494	0,0263	0,0965	0,0001	2,2177
Q Ratio ((MV+ Div)/AT)	1,0181	0,7424	0,8849	0,0633	7,0003
Variáveis de Controle	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Independência do conselho	0,2078	0,1667	0,2250	0,0000	1,0000
Tamanho do Conselho	8,3114	7,0000	4,5198	2,0000	26,0000
Ativo Total em logaritmo natural	14,6026	14,5678	1,6442	11,3218	18,1616
Crescimento da Receita Líquida	0,5072	0,4679	8,8608	-0,9935	591,0000
Razão entre Dívida Líquida e Ativo Total	0,2614	0,2213	0,3240	0,0009	4,7093
Razão entre Ebit e Ativo Total	0,0561	0,0386	0,0835	0,0001	2,2119

Fonte: elaborado pelo autor com base de dados desenvolvida.

A análise dos dados a partir dos quartis em relação a capitalização de mercado das empresas permite concluir que os indicadores financeiros ROE e ROA apresentam direções conjuntas entre si, porém contrárias ao indicador Q de Tobin. Quanto maior a capitalização de mercado das empresas, menos eficientes em termos de ROE e ROA, enquanto o indicador Q de Tobin aumenta. Para a amostra analisada, o perfil das empresas com maior representatividade de conselheiros independentes apresentou resultado semelhante ao artigo elaborado por Perry e Shivdasani (2005) que demonstra que quanto maior a empresa, maior a tendência de ter mais conselheiros independentes.

Tabela 4. Análise da base de dados a partir dos quartis por capitalização de mercado das empresas.

Análise de Quartis por Capitalização de Mercado	Q1	Q2	Q3	Q4
Média de Independência do Conselho de Administração	10,88%	16,82%	20,26%	21,27%
Média de Tamanho do Conselho de Administração em membros	5,99	6,59	7,18	8,10
ROE	25,94%	20,13%	17,01%	16,08%
ROA	7,14%	5,87%	5,17%	4,96%
Q DE TOBIN	0,64	0,67	0,84	1,02

Análise da base de dados em quartis a partir da capitalização de mercado das empresas.

Fonte: elaborado pelo autor.

Independência do conselho de administração

Foi constatado através da matriz de correlação das variáveis estudadas que apresentam correlação positiva com o índice de independência do conselho de administração as seguintes variáveis e indicadores em ordem de relevância: ROE (0.1146), Q de Tobin (0.0917) e ROA (0.0421). Este resultado converge de Fuzi e Syahrina (2015) que aponta significativa associação positiva entre conselheiros independentes e o indicador ROA. O resultado apresentado também converge com Koerniadi e Tourani-Rad (2009), que afirma que os conselheiros independentes agregam valor às empresas, através das mesmas métricas utilizadas neste trabalho, porém quando são minoria nos conselhos de administração.

As correlações negativas com o índice de independência do conselho de administração em ordem de relevância foram as variáveis Empresa Familiar (-0.1164). Ressalto que as análises anteriores são mais limitadas do que os modelos econométricos apresentados na sequência.

A matriz de correlação das variáveis e indicadores analisados é apresentada na sequência.

Tabela 5. Matriz de correlação das variáveis e indicadores financeiros analisados em relação à variável Independência do Conselho.

Matriz de Correlação	Ind. do Conselho	Ativo total (Ln)	Cresc. da Receita	Razão Dívida/Ativo Total	Razão Ebit/Ativo Total	ROE (LL/PL)	ROA (LL/AT)	Q de Tobin (Tobins'Q)	Empresa Familiar
Ind. do Conselho	1								
Ativo total (Ln)	0,1014	1							
Cresc. da Receita	-0,0186	-0,0281	1						
Razão Dívida/Ativo Total	-0,0292	-0,0633	-0,0066	1					
Razão Ebit/Ativo Total	0,0758	-0,1497	-0,0168	0,0260	1				
ROE (LL/PL)	0,1146	-0,1259	-0,0825	0,2314	0,3100	1			
ROA (LL/AT)	0,0421	-0,2367	-0,0669	0,1302	0,8990	0,4067	1		
Q de Tobin (Tobins'Q)	0,0917	-0,0226	0,0168	0,0927	0,2310	0,0735	0,1547	1	
Empresa Familiar	-0,1164	-0,1604	-0,0247	0,0220	-0,0984	-0,1113	-0,0992	-0,0944	1

Fonte: elaborado pelo autor.

Nos modelos econométricos tendo os indicadores financeiros ROE e ROA como variáveis de resposta e a independência do conselho como variável de interesse, foram encontrados que a variável independência do conselho, nestes casos, é estatisticamente insignificante (0.1827 e 0.2163 respectivamente). Este resultado converge com a artigo Fuzi e Syarhina (2015) que

afirma que independência do conselho não garante melhor desempenho financeiro das empresas. Entretanto não converge com o esperado, conforme demonstrados nos artigos Batista, Fraga, Brunassi Silva, Vinícius Augusto (2012) e Van Ness, Miesing e Kang (2010) que afirmam que a diversidade do conselho é significativa e contribuem para os indicadores financeiros ROE e ROA. Nesta regressão, as variáveis selecionadas foram estatisticamente significantes e convergem com o resultado encontrado por Perry e Shivdasani (2005) que demonstra que para empresas com desempenho financeiro não decrescentes no tempo, o ROA é maior para empresas com maior representatividade de conselheiros independentes.

O artigo Perry e Shivdasani (2005) demonstra que para empresas com desempenho financeiro não decrescentes no tempo, o ROA é maior para empresas com maior representatividade de conselheiros independentes. Para o modelo econométrico com a variável resposta Q de Tobin, a variável de interesse independência do conselho é estatisticamente significativa (0.0310) e neste caso o R^2 Ajustado da regressão é representativo (0.8167) o que significa que as variáveis selecionadas explicam parcialmente o modelo proposto. O resultado obtido converge com o que é apresentado por Batista, Fraga, Brunassi Silva, Vinícius Augusto (2012) que rejeita a hipótese que independência do conselho não afeta a performance financeira das empresas. Este artigo também afirma que há relação positiva entre Q de Tobin e diversidade no conselho de administração. Uma explicação para o resultado encontrado é devido ao período e a amostra selecionada neste trabalho, ambos mais recentes e abrangentes do que o artigo em comparação. A participação de conselheiros independentes aumenta com o avanço do tempo, conforme apresentado no gráfico 1, portanto sua representatividade também é crescente.

A variável cruzada (Independência do Conselho X Empresa Familiar) também foi representativa nesta última regressão e com coeficiente positivo (0.6827), enquanto para a variável Independência do Conselho o coeficiente encontrado tem sinal oposto (-0,2948).

De acordo com Adams (2007), os acionistas podem se beneficiar de um conselho favorável ao CEO devido ao aumento na qualidade dos conselhos que os membros fornecem. Esse é um motivo adicional para a escolha de um conselho amigável, no quais os projetos aprovados e executados pela companhia estão em conformidade com as preferências dos acionistas.

A implicação da independência dos conselheiros pode ter consequências adversas no sistema de conselho único. O motivo é que os gestores estão menos inclinados a compartilhar informações com um único conselho, à medida que sua intensidade de monitoramento aumenta.

Com menos informações, mesmo um conselho independente não pode monitorar efetivamente as ações da empresa (Adams, 2007). Também é esperado que maior independência do conselho em empresas familiares apresente melhores resultados de acordo com Haynes (2010), conselhos mais heterogêneos têm maior probabilidade de incentivar mudanças de estratégias empresariais. O autor também defende a presença de membros independentes também colaboram com a amplitude e profundidade de conhecimento que pode favorecer as decisões acatadas nas reuniões do conselho de administração.

Tabela 6. Resumo das regressões - Independência do conselho

Resumo da Regressão - Independência do Conselho			
Variáveis	ROE	ROA	Q de Tobin
ATIVO TOTAL (ln)	0,4012 -0,0473 -0,8400	0,0015*** -0,0215 -3,1904	0,0010*** -0,1733 -3,3139
CRESCIMENTO DA RECEITA	0,0147** -0,0918 -2,4454	0,0000*** -0,0279 -6,2016	0,5418 -0,0213 -0,6104
RAZÃO DÍVIDA/ATIVO	0,0774* 0,2643 1,7686	0,0000*** 0,1313 7,3384	0,0000*** 0,9434 6,8032
RAZÃO EBIT/ATIVO	0,0000*** 0,930055 6,4271	0,0000*** 0,8469 4,8876	0,8822 0,0199 0,1482
INDICADO CONTROLADOR	0,5258 -0,04572 -0,6347	0,1897 -0,0113 -1,3128	0,6740 0,0281 0,4208
INDEPENDÊNCIA DO CONSELHO	0,1827 0,196093 1,3337	0,2163 0,0218 1,2375	0,0310** -0,2948 -2,1608
EMPRESA FAMILIAR	0,5642 -0,05828 -0,5769	0,1588 0,0171 1,4104	0,9982 -0,0002 -0,0022
INDEP. CONS. X EMP. FAMILIAR	0,8476 0,045965 0,1922	0,4410 -0,0221 -0,7709	0,0022*** 0,6827 3,0765
C	0,3412 0,820111 0,9524	0,0039*** 0,2986 2,8958	0,0001*** 3,2247 4,0350
DUMMIES ANUAIS	SIM		
TAMANHO DA AMOSTRA	852		
R ² AJUSTADO	0,3539	0,8931	0,8167

Fonte: elaborado pelo autor.

Conclusões

Os resultados deste trabalho têm implicações para o avanço da governança corporativa no Brasil, referindo-se ao tema da composição do conselho de administração das empresas. A quantidade de conselheiros independentes no conselho de administração das empresas no Brasil apresentou um aumento de 66.1% no período entre 2010 a 2016, como constatado neste

trabalho. Este aumento da independência do conselho de administração geralmente está associado à implementação dos níveis de governança corporativa, principalmente o Novo Mercado que exige regras de maior transparência e proteção aos investidores. Quando este nível foi criado em dezembro de 2000, foi sugerido que os cargos de presidente do conselho e diretor executivo fossem ocupados por diferentes pessoas para incentivar a formação de conselhos heterogêneos e com mais membros independentes. Este trabalho apresenta uma análise quantitativa sobre a relação dos conselheiros independentes com o desempenho financeiro das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Este trabalho também pesquisa, como objetivos secundários, a significância para o modelo dos conselheiros independentes indicados pelo controlador e se há presença representativa de membros no conselho de administração indicados pelos acionistas minoritários. Os resultados empíricos deste estudo indicam que existe uma relação entre a independência do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas. As variáveis ROE e ROA não foram estatisticamente significantes nesta análise e pode ser interpretado que conselheiros independentes não apresentam impacto na eficiência financeira das empresas. Por outro lado, estes agentes exercem um importante papel na percepção do mercado de capitais devido ao cumprimento de boas práticas de governança corporativa, o que pode ser explicado com a variável Q de Tobin ser estatisticamente significativa no modelo apresentado. Corroborar para o resultado encontrado, conforme os artigos mencionados, que o mercado de capitais compreende a contribuição dos conselheiros independentes como agentes que, entre outros fatores, zela pela transparência, compliance e decisões corporativas que prezam o resultado não somente a curto prazo. A atuação destes agentes é ainda mais significativa para as empresas familiares, pois de acordo com o modelo econométrico, seu coeficiente é positivo e sugere que as empresas familiares podem obter mais valor de conselheiros independentes do que as empresas não familiares.

Este trabalho tem como o universo analisado todas as empresas listadas na bolsa de valores brasileira durante o período de 2010 a 2016, que corrobora para uma análise mais robusta e representativa, embora limitada a um país. Neste estudo, não foram consideradas questões qualitativas em relação à contribuição de conselheiros independentes para as empresas analisadas ou quais são os fatores positivos ou negativos notados pelos conselheiros quanto ao conselho de administração. Os resultados deste estudo sugerem que uma maior reflexão sobre este tema seja realizada sob novos parâmetros não analisados neste trabalho para maior

entendimento sobre o impacto dos avanços das regras de governança corporativa no Brasil e a importância da presença de conselheiros independentes nos conselhos de administração das empresas.

Revisão Bibliográfica

- Adams, R.B., Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Baum, Harold (2016), *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective*. Cambridge University Press, 2017, Forthcoming; Max Planck Private Law Research Paper No. 16/20.
- Batista, Fraga, Brunassi Silva, Vinícius Augusto (2012), *Board diversity and firm performance: an empirical investigation in the Brazilian market BBR*. *Brazilian Business Review*, núm. 1, pp. 55-77.
- Black, Bernard S., Carvalho, Antonio Gledson, Gorga, Érica (2010). Corporate Governance in Brazil. *Emerging Markets Review* 11, pp. 21–38.
- Carter, David A. Simkins, Betty, Simpson J. W. Gary (2003), Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38, 2003, pp. 33-53.
- Chua, H.; Chrisman, J.; Sharma, P. Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, v 23, n.4, p. 19-39, 1999.
- Eddis, Cynthia, Grau, Michelle, Miller, Jacob, Moklestad, Matthew and Oskvig, Jason (2013), *Corporate Governance Comparison and Analysis: Brazil*. *Drake Management Review*, Volume 3, Issue 1.
- Erhardt, Niclas L., Werbel, James D., Shrader, Charles B. (2003), Board of directors diversity and firm financial performance. *Corporate Governance*, v. 11, n. 2, p. 102-111.
- Fauzi, Fitriya, Locke, Stuart (2012). Board structure, ownership structure and firm performance: a study of New Zealand listed-firms. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 8, No. 2, pp. 43-67.
- Fama, Eugene F, Jensen, Michael C. (1983), Agency Problems and Residual Claims. *The Journal of Law & Economics* Vol. 26, No. 2, Corporations and Private Property: A Conference Sponsored by the Hoover Institution, pp. 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301.
- Ferreira, M.A., Laux, P.A. (2007). Corporate Governance, Idiosyncratic Risk, and Information Flow. *Journal of Finance*, 62(2), 951-989.
- Fuzi, Sharifah Faatihah Syed, Syahrina, Halima Adliana Abdul e Julizaerma M.K. (2015), Board Independence and Firm Performance FIFTH INTERNATIONAL CONFERENCE ON MARKETING AND RETAILING.
- Giannetti, M., Simonov, A. (2006). Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices. *Journal of Finance*, 61(3), 1507-1547.
- Guest, Paul M. (2009), The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK. *The European Journal of Finance*.
- Hall, Annika. Melin, Leif. Nordqvist, Mattias. *Entrepreneurship as Radical Change in the Family Business: Exploring the Role of Cultural Patterns*. *FAMILY BUSINESS REVIEW*, vol. XIV, no. 3, 2001.
- Haynes, K.T., Hillman, A. (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145-1163.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2012), Guia de orientação jurídica de conselheiros de administração e diretores. *Cadernos de Governança Corporativa*, Código das melhores práticas de governança corporativa.
- Iwu-Egwuonwu, Ronald Chibuike (2010), Some empirical literature evidence on the effects of independent directors on firm performance. *Journal of Economics and International Finance* Vol. 2(9), pp. 190-198.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- John, K., De Mais, S., Paci, A. (2016). Corporate Governance in Banks. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), 303 – 321.
- Kim, W., T. Sung, S.J. Wei (2017). The diffusion of corporate governance to emerging markets: Evaluating two dimensions of investor heterogeneity. *Journal of International Money and Finance*, 70, 406-432.
- Khanna, T., & Palepu, K. (1999). The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets. *Harvard Business Review*, 4, 125-134.
- Koerniadi, Hardjo, Tourani-Rad, Alireza (2012). Does Board Independence Matter? Evidence from New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*. Volume 6, issue 2, pp. 3-18.
- Laux, Volker (2008), Board Independence and CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 1, pp. 137-17.
- Shivdasani, Anil e Yermack, David. (1999), CEO Involvement in the Selection of New Board Members: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 5, pp. 1829-1853.
- Shleifer, Andrei, Vishny, Robert. W. (1997), A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. II, No. 2, p.p. 737 – 774.
- Shrader, Charles B., Blackburn, Virginia, Iles, Paul (1997), Managerial Issues Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study. *Journal of Managerial, Issue 9*.
- TEXTO INTEGRAL DA INSTRUÇÃO CVM Nº 461, DE 23 DE OUTUBRO DE 2007, COM AS ALTERAÇÕES INTRODUZIDAS PELAS INSTRUÇÕES CVM Nº 468/08, 499/11, 508/11, 544/13, 554/14 E 590/17. <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>. Acesso em 04/07/2017.
- Turnbull, S. (2000). Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms. *Gouvernance: Revue Internationale*, Vol. 1, No. 1, pp.11-43, 2000
- Turnbull, S. (2002). The Science of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 10(4), 261-277.
- Van Ness, Raymond, Miesing, Paul and Kang, Jaeyoung (2010), BOARD OF DIRECTOR COMPOSITION AND FINANCIAL PERFORMANCE IN A SARBANES-OXLEY WORLD. *Academy of Business and Economics Journal*.
- Vesco, Delci Grapégia Dal, Beuren, Ilse Maria (2016) Do the Board of Directors Composition and the Board Interlocking Influence on Performance? *Brazil Administration Review*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 2, art. 1.
- Wintoki, M.B., Linck, J.S., Netter, J.M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.