

CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO EMPRESARIAL DAS EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

ITZHAK DAVID SIMÃO KAVESKI

Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UFMS)/Campus do Pantanal (CPAN)
itzhak.konoha@gmail.com

ANDRÉIA CARPES DANI

FURB UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU
andriacarpesdani@gmail.com

CLESTON ALEXANDRE DOS SANTOS

Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UFMS), Campus de Três Lagoas (CPTL)
cleston.alexandre@hotmail.com

PAULO ROBERTO DA CUNHA

Universidade Regional de Blumenau - FURB
paulocesa@furb.br

ALEXANDRE PINTO PAIVA LEITE

Universidade Federal de Mato Grosso do Sul (UFMS)/Campus do Pantanal (CPAN)
cav.alex11@gmail.com

Agradecimento ao CNPq pelo apoio financeiro mediante Edital Universal 2013.

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E O DESEMPENHO EMPRESARIAL DAS EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

RESUMO

O presente artigo tem por objetivo verificar a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, no período de 2010 a 2014. O estudo caracteriza-se como descritivo, realizado por meio de análise documental e abordagem quantitativa. A população é composta de 114 empresas, abrangendo uma amostra de 85 empresas, 67 em 2010, 73 em 2011, 71 em 2012, 80 em 2013 e 85 em 2014. Para medir o desempenho empresarial foram utilizadas as variáveis ROA, ROE e Q de Tobin, e como características do conselho de administração foram selecionadas as variáveis tamanho do conselho de administração; independência do conselho de administração; gênero do conselho de administração; dualidade do diretor; *expertise* do conselho de administração; e número de reuniões do conselho de administração. Para análise dos dados, foi utilizado a regressão de dados em painel não-balanceado por meio do *software* estatístico STATA®. Os resultados apontaram uma relação positiva e significativa entre o tamanho e *expertise* com o desempenho. Já a independência e o gênero apresentaram uma relação negativa e significativa com o desempenho. Por fim, o número de reuniões do conselho e a dualidade do CEO não apresentaram uma relação significativa.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Conselho de Administração; Desempenho.

ABSTRACT

This article aims to check the list of board characteristics on business performance of the companies listed on the Novo Mercado of BM&FBovespa, in the period 2010 to 2014. The study is characterized as descriptive, conducted through documentary analysis and approach quantitative. The population is made up of 114 companies, covering a sample of 85 companies, 67 in 2010, 73 in 2011, 71 in 2012, 80 in 2013 and 85 in 2014. To measure the business performance we used the variables ROA, ROE and Q Tobin, and as board features the size of the board variables were selected; independence of the board; genre admiration of directors; duality director; expertise of the board; and number of board meetings. For data analysis, we used the regression data unbalanced panel through the STATA statistical software. The results showed a positive and significant relationship between the size and expertise with business performance. Since independence and gender had a significant negative relationship with financial performance. Finally, the number of board meetings and the CEO duality did not show a significant relationship.

Keywords: Corporate Governance; Board; Performance.

1 INTRODUÇÃO

A separação entre propriedade e gestão, bem como a dispersão da propriedade nas organizações modernas levaram a diferentes argumentos sobre a relação entre o principal eo agente. Jensen e Meckling (1976) articularam este cenário como uma relação de agência, ao qual o agente trabalha como um otimizador de recursos e auto interesse. Portanto, os mecanismos de monitoramento devem ser implementados para diminuir os conflitos de interesses entre acionistas e os gestores (FAMA; JENSEN, 1983).

Os escândalos de manipulação de resultados ocorridos nas empresas dos Estados Unidos, como a Enron, Arthur Andersen e American International Group e no Reino Unido por meio da Marconi, admitem a importância do fortalecimento por parte das empresas quanto aos seus níveis de Governança Corporativa, transparência e divulgação das demonstrações financeiras (KHANCHEL, 2007; AKPAN; AMRAN, 2014). Com base a essas condições, os mecanismos de Governança Corporativa internos e externos exercem papéis importantes na minimização dos conflitos de agente-principal (KHANCHEL, 2007; DARMADI, 2011).

A Governança Corporativa tem um cenário que é estruturado por órgãos de controle e monitoramento das práticas adotadas, que contempla o conselho de administração. O conselho de administração é considerado órgão central das discussões sobre a Governança Corporativa, como também o principal representante dos acionistas e grupos de interesses na organização. (OLIVEIRA; COSTA, 2005).

O conselho de administração ativo e independente é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses de acionistas e gestores no sistema de Governança Corporativa de uma companhia (SILVEIRA, 2004). E ainda, é considerado de “vital importância no processo de monitorar as decisões dos gestores e também estimulá-los a adotarem práticas de governança que gerem mais transparência, prestação de contas e equidade de tratamento entre os seus acionistas, sejam controladores ou minoritários” (ANDRADE, 2008, p. 2).

Apesar do conselho de administração ser o mecanismo de controle interno para monitorar os gestores, a sua atuação dependerá do nível de independência que está associado com o grau de influência dos acionistas controladores (FAMA, 1980; VALADARES; LEAL, 2000). Santos (2002, p. 30) ressalta que “o conselho de administração, como mecanismo de Governança Corporativa, é utilizado para identificar o impacto de sua estrutura no desempenho da empresa”. Para Silveira et al. (2003) o grau de importância da estrutura de governança para o desempenho empresarial tem base na necessidade de uma participação ativa e independente do conselho de administração.

Ao levar em consideração que o conselho de administração contribui para a redução dos conflitos de agência, através do controle e monitoramento da gestão da empresa, além de analisar decisões relevantes, uma má governança é capaz de criar incentivos para a nomeação de pessoas erradas e duvidosas em conselhos de administração das empresas. Entende-se ainda que a composição do conselho de administração das empresas pode desempenhar um papel vital na determinação do desempenho financeiro (UJUNWA, 2012).

Frente ao exposto de que o conselho de administração se constitui no principal mecanismo de Governança Corporativa e de que mecanismos de Governança Corporativa podem influenciar no desempenho das empresas, destaca-se a seguinte questão de pesquisa: Qual a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa? O objetivo deste trabalho é verificara relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa.

A escolha pelas empresas listadas no Novo Mercado deu-se em virtude de ser um segmento da BM&FBovespa que conduz as organizações a possuírem o mais elevado padrão de Governança Corporativa. Além disso, escolha de analisar um único segmento, deve-se ao

fato que organizações de um mesmo contexto podem apresentar diferentes mecanismos de Governança Corporativa (SILVEIRA; BARROS, 2008).

O estudo se justifica pela relevância do tema para literatura e para os investidores, uma vez que, os membros do conselho de administração possuem um importante papel na tomada de decisão sobre a política e a estratégia de uma organização (HSU; PETCHSAKULWONG (2010). Dessa forma, semelhante aos estudos de Darmadi (2011), Ujunwa (2012), Akpan e Amran (2014), Gaur, Bathula e Singh (2015) e Wahba (2015), esta pesquisa centra-se no papel do conselho de administração, pois se supõem que em mercados acionários como o brasileiro, o mesmo não se configurou como um eficiente redutor dos conflitos de agência.

O presente trabalho está estruturado em cinco seções. A próxima seção apresenta a revisão da literatura. Em seguida, é apresentada a metodologia da pesquisa. A quarta seção tem-se a análise dos resultados e a última seção discute as considerações finais do estudo e recomendações para estudos futuros.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Neste tópico discorre-se sobre Governança Corporativa e o conselho de administração, em seguida o desempenho empresarial, e por último, os estudos correlatos.

2.1 Governança Corporativa e o Conselho de Administração

A origem da Governança Corporativa se abanca fundamentalmente nas pesquisas de Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976), ao analisarem os problemas oriundos da separação entre a propriedade e o controle, também chamado de conflito de agência. Conforme Bianchi (2005) a Governança Corporativa serve para criar um conjunto de mecanismos para monitoramento e controle da gestão, assegurando que o comportamento dos gestores dentro da empresa esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

A Governança Corporativa pode ser entendida como “um sistema, princípio e processos, pelo qual as empresas são controladas e administradas e que coloca o conselho de administração como referência central do sistema” (MARTINS, 2005, p. 98). O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2010, p. 19) define a Governança Corporativa como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle”.

Um dos principais mecanismos de Governança Corporativa, apresentado pela literatura é o conselho de administração (ANDRADE, 2008). Segundo Silveira, Barros e Famá (2003) o conselho de administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de Governança Corporativa, em virtude de exercer uma função de monitoramento da gestão das companhias.

O conselho de administração possui a função de evitar danos e problemas que podem surgir devido a alterações nos padrões de propriedade e controle (LEAL; OLIVEIRA, 2002). Andrade (2008) aponta que o conselho é visto como um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários. A literatura que trata da teoria da agência esclarece que um conselho de administração eficiente é caracterizado pela participação de membros independentes, pequena quantidade de membros no conselho e pela separação das funções de CEO e de presidente do conselho (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2014).

Dutra e Saito (2002) ao analisarem o perfil dos conselhos de administração de 142 companhias brasileiras listadas na Bovespa no ano de 1999, afirmam que existe uma relação de dependência entre a origem do controlador (nacional, estrangeiro, estatal ou misto), a natureza do controle (controlador único ou controle compartilhado) e a composição do conselho de administração. Já a composição dos conselhos é influenciada pela negociação de recibos de ações no exterior, pela origem do grupo controlador, e pela natureza do controle.

Dentre as atividades do conselho de administração, estão o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos. Essas atribuições são fatores importantes que podem contribuir para explicar uma parte tanto do desempenho quanto do valor de mercado das empresas (ANDRADE, 2008). Bertucci, Bernardes e Brandão (2006) apontam que a adoção do código de Governança Corporativa confere uma segurança muito grande ao representante dos minoritários no conselho de administração, já que torna o processo decisório da empresa mais transparente.

Correia, Amaral e Louvet (2014, p. 55) apontam que para o conselho de administração possa exercer sua função de redução de problemas de agência, atuando como um instrumento do sistema de controle interno das empresas, algumas condições devem existir, como: “uma participação elevada de conselheiros independentes, externos à firma; a separação das funções de diretor geral da companhia e de presidente do Conselho de Administração; e um número pequeno de membros”.

Destaca-se que existem diversos modelos de administração que são oriundos de características e concepções dos conselhos de administração, pela influência do capital, pela diluição da propriedade e pela possibilidade de internacionalização dos negócios. Assim, A função dos conselhos e os papéis dos CEOs é executada conforme o poder exercido dentro da organização (MARTINS, 2005).

Nascimento et al. (2013) buscaram verificar as práticas de Governança Corporativa dos conselhos de administração divulgadas pelas companhias listadas no Novo mercado da BM&FBovespa, segundo recomendações do código do IBGC. Os resultados apontaram que as empresas listadas no Novo Mercado não apresentam elevado nível de divulgação das boas práticas de Governança Corporativa do conselho de administração. O resultado diverge da premissa “do próprio segmento de listagem, que prevê o compromisso das empresas com a adoção de práticas de governança além do exigido pela legislação, como também de maior transparência perante os *stakeholders*” (NASCIMENTO et al., 2013, p. 165).

2.2 Desempenho Empresarial

É notório que o desenvolvimento tecnológico e a globalização têm estimulado a concorrência entre as organizações, o que torna evidente a necessidade de diferenciação (PEREZ; FAMÁ, 2003). Com base nessa argumentação, constata-se que a Avaliação de Desempenho Empresarial há muitos anos tem sido tratada como essencial para as organizações manterem o equilíbrio da competitividade, as entidades são obrigadas a fundamentar suas tomadas de decisões devido à acirrada concorrência e a consequente redução das margens de lucro (WERNKE; LEMBECK, 2004).

A literatura apresenta diversos métodos e técnicas que são utilizadas para mensuração do desempenho empresarial. Ao observar o desempenho empresarial por meio da análise do desempenho financeiro e econômico de uma organização, como também na verificação da solidez financeira, torna-se necessário que as técnicas e métodos passem pela verificação e análise dos relatórios contábeis disponíveis, e ainda, é considerado outras informações oriundas do mercado, tais como tendências econômicas, informações do segmento da atividade, entre outras (BACKES et al., 2009).

Para avaliar o desempenho da organização, Matarazzo (2008) destaca que um modelo para análise dos relatórios contábeis foi proposto em 1919, com a utilização de índices. O modelo foi criado por meio de uma relação e junção de contas das demonstrações contábeis e respectivos índices. De acordo com Matarazzo (2008), os índices servem de medida dos diversos aspectos econômico-financeiros das organizações, ou seja, os índices permitem construir um quadro de avaliação da empresa.

Antunes e Martins (2007) argumentam que o tema Avaliação de Desempenho tem uma definição ampla, e dessa forma, tem alta complexidade. Essa argumentação leva em consideração as várias formas metodológicas e abordagens utilizadas na avaliação de desempenho. Tomando por base Igarashi et al. (2008, p. 119), para uma avaliação ser considerada como válida e legítima, precisa necessariamente pesquisar:

- (i) o que vai ser avaliado – ou seja, conhecer o objeto da avaliação, incluindo aqui a sua identidade, a cultura sobre a qual está identidade é construída, as instâncias que respondem pelo objeto a ser avaliado, resultando nos objetivos a serem perseguidos;
- (ii) como proceder à avaliação – ou seja, identificar como cada objetivo será avaliado e quanto cada objetivo contribui para a avaliação do todo, possibilitando a identificação do perfil de desempenho do objeto avaliado;
- (iii) como conduzir ao gerenciamento interno – com base na análise das fragilidades e potencialidades identificadas para sugerir ações de aperfeiçoamento – promovendo a alavancagem do desempenho institucional.

Assaf Neto (2003) evidencia que análise dos relatórios contábeis tem como propósito uma avaliação do desempenho da empresa, considerado como uma maneira de apresentar os resultados passados (retrospectivos) e projetar resultados futuros (prospectivos) das várias decisões tomadas. A literatura apresenta várias técnicas para a análise do desempenho de uma organização, mas destaca-se a Análise de Índices Econômico-Financeiros, que é considerada como uma técnica que contempla os diversos relatórios contábeis como origem de dados e informações. Esses dados e informações são convertidos em índices e indicadores, cuja análise dá a possibilidade de evidenciar o desempenho econômico financeiro da organização e sua evolução ao longo do tempo, como também as projeções de possíveis resultados futuros (DE CAMARGOS; BARBOSA, 2005).

Matarazzo (2008) ressalta que o importante não é o cálculo da quantidade de índices, mas sim de um conjunto de índices que possibilite conhecer e entender a situação real da empresa, de acordo com o grau de profundidade esperada da análise. Ainda segundo o autor, a análise de índices pode começar bem e perder fôlego à medida que são acrescentados novos índices, o que torna propício um rendimento decrescente quando se dobra o número de índices e não se consegue dobrar a quantidade de informações.

Na avaliação do desempenho empresarial, por meio dos índices, analisa-se a situação financeira separadamente da situação econômica, na sequência juntam-se as conclusões dessas duas análises (MATARAZZO, 2008). Levando em consideração os aspectos financeiros e econômicos, o ROA, ROE e Q de *Tobin* são utilizados como variáveis de desempenho empresarial do presente trabalho.

O ROA, rentabilidade do ativo, mostra quanto à empresa obteve de lucro líquido em relação ao ativo, e ainda, é considerado como uma média do potencial de geração de lucro da parte da empresa (MATARAZZO, 2008). Quanto ao ROE, rentabilidade do patrimônio líquido, o mesmo autor descreve que corresponde ao quanto à empresa obteve de lucro líquido em relação ao capital próprio investido, ou seja, mostra qual a taxa de rendimento do capital próprio da organização. Por fim, o Q de *Tobin* tem sua definição como a relação entre o valor de mercado de uma organização e o seu valor de reposição dos ativos físicos, ou seja, corresponde à razão entre dois valores atribuídos ao mesmo conjunto de ativos, e ainda, pode ser interpretado como um importante indicador de oportunidades para novos investimentos rentáveis disponíveis para a organização (FAMÁ; BARROS, 2000).

Portanto, para que as organizações possam sobreviver ao ambiente de negócios dinâmico e à concorrência global de mercado, as organizações precisam ter reações rápidas e firmes aos seus objetivos estratégicos. (WERNKE; LEMBECK, 2004; DE CAMARGOS; BARBOSA, 2005; BACKES et al., 2009; UJUNWA, 2012). E nesse sentido, os indicadores de

desempenho empresarial são elaborados com o propósito de fornecer suporte necessário aos tomadores de decisão e a sobrevivência da organização.

2.3 Estudos Correlatos

A preocupação em investigar a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial impulsionou a realização de diversos estudos no âmbito internacional. O Quadro 1 apresenta uma relação de estudos correlatos, a partir da revisão da literatura sobre a temática investigada.

Quadro 1 – Relação de estudos correlatos

Autores	País Pesquisado	Período	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes
Darmadi (2011)	Indonésia	2007	ROA; <i>Q</i> de <i>Tobin</i>	Nacionalidade dos membros do conselho; Gênero dos membros do conselho; Idade dos membros do conselho.
Ujunwa (2012)	Nigéria	1991 a 2008	ROA	Tamanho do conselho; <i>Expertise</i> dos membros do conselho; Nacionalidade dos membros do conselho; Gênero dos membros do conselho; Etnia dos membros do conselho; Dualidade do CEO.
Akpan e Amran (2014)	Nigéria	2010 a 2012	Rotatividade da Receita	Tamanho do conselho; Independência do conselho; Idade dos membros do conselho; <i>Expertise</i> dos membros do conselho; Gênero dos membros do conselho; Concentração de ações dos membros do conselho.
Gaur, Bathula e Singh (2015)	Nova Zelândia	2004 a 2007	ROA	Concentração de propriedade dos diretores; Concentração de propriedade do principal acionista; Tamanho do conselho; Independência do conselho; <i>Expertise</i> dos membros do conselho; Idade dos membros do conselho; Dualidade do CEO
Wahba (2015)	Egito	2008 a 2010	ROE; <i>Q</i> de <i>Tobin</i>	Independência do conselho; Dualidade do CEO.

Fonte: Elaborado pelos autores.

O estudo desenvolvido por Darmadi (2011) examinou a relação entre as características da diversidade dos membros conselho de administração e do desempenho de 169 empresas de capital aberto da Indonésia, no ano de 2007. Três características foram utilizadas como *proxies* para diversidade, nacionalidade, gênero e idade dos conselheiros. Já como variável de desempenho, a rentabilidade do ativo total e o *Q* de *Tobin*. Este estudo constatou que o desempenho do mercado tem associações negativas significativas com a diversidade de gênero do conselho. Já a nacionalidade não apresentou uma relação significativa com nenhuma forma de avaliação. Em contraste, a proporção de jovens membros está positivamente relacionada com o desempenho do mercado, fornecendo evidências de que os jovens em salas de reuniões estão associados com melhor desempenho.

O objetivo da pesquisa de Ujunwa (2012) foi de investigar o impacto das características dos conselhos de administração sobre o desempenho de 122 empresas listadas na bolsa nigeriana, no período de 1991 a 2008. As características do conselho de administração

estudadas compreenderam: tamanho do conselho, *expertise*, nacionalidade, gênero, etnia dos membros conselheiros e a dualidade do CEO. A rentabilidade do ativo total foi utilizada para avaliar o desempenho. Os resultados indicam que o tamanho do conselho, a dualidade do CEO e diversidade de gênero dos membros foram negativamente relacionadas com o desempenho da empresa, enquanto a *expertise*, nacionalidade e a etnia dos membros do conselho apresentaram uma relação positiva.

A investigação de Akpan e Amran (2014) buscou analisar a relação entre as características do conselho de administração (tamanho e independência do conselho, idade, *expertise*, gênero e concentração de ações dos conselheiros) e do desempenho da empresa (medida pela rotatividade da receita) de 90 organizações da Nigéria listadas na Bolsa de Valores, no período de 2010 a 2012. Os achados sinalizaram uma relação positiva e significativa entre o tamanho do conselho e *expertise* dos conselheiros com o desempenho das organizações nigerianas. Além disso, o estudo evidenciou uma relação significativamente negativa entre o gênero (a proporção de membros mulheres dentro conselho) e a rotatividade da receita.

A pesquisa de Gaur, Bathula e Singh (2015) verificou a relação entre os mecanismos de Governança Corporativa e o desempenho empresarial de 446 organizações listadas na Bolsa de Valores da Nova Zelândia, no período de 2004 a 2007. A rentabilidade do ativo total foi utilizada como variável dependente. As variáveis explicativas incluem a concentração de propriedade dos diretores, concentração de propriedade do principal acionistas, tamanho e independência do conselho, as qualificações e a idade dos conselheiros e a dualidade do CEO. Os resultados obtidos indicaram que, a presença de membros independentes, a dualidade do CEO e a concentração de propriedade dos diretores impactaram de forma negativa para o desempenho das organizações neozelandês. Por fim, o tamanho do conselho, *expertise* dos conselheiros e a concentração de propriedade do principal acionista impactaram de forma positiva.

Wahba (2015) investigou a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho de 40 empresas listadas na Bolsa de Valores do Egito, durante o período de 2008 a 2010. Foi utilizada a rentabilidade do patrimônio líquido e o *Q* de *Tobin* como mensuração do desempenho e a independência do conselho e a dualidade do diretor como características do conselho de administração. Os achados demonstraram que, quando o CEO assume a função de presidente do conselho e quanto maior for a proporção de conselheiros independentes, menor será o desempenho das empresas egípcias.

3 METODOLOGIA

Para verificar a relação entre as características do conselho de administração com o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, realizou-se uma pesquisa descritiva com abordagem de caráter quantitativo. O procedimento para a coleta dos dados consistiu de pesquisa documental, pois se utilizou das Demonstrações Financeiras e do Formulário de Referência disponíveis no sítio da BM&FBovespa, relativas ao ano de 2010 a 2014 como fonte dos dados.

3.1 População e Amostra

A população desta pesquisa é composta pelas companhias abertas listadas no segmento do Novo Mercado da BM&FBovespa, exceto as classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares de suas atividades. Para a amostra da pesquisa foram selecionadas apenas as companhias que apresentaram todas as variáveis utilizadas na pesquisa em cada ano pesquisado.

Não foi levada em consideração uma possível republicação das Demonstrações Financeiras e do Formulário de Referência após a primeira semana de junho de 2015, data em

que se efetuou a coletados dados. A Tabela 1 demonstra o número de companhias pertencentes à população e amostra da pesquisa, bem como o setor econômico em que estão listadas na BM&FBovespa.

Tabela 1– População e amostra da pesquisa

Setor econômico da BM&FBovespa	População	% da População	Amostra	% da Amostra
Bens Industriais	10	8,77%	9	10,59%
Construção e Transporte	30	26,32%	21	24,71%
Consumo Cíclico	23	20,18%	16	18,82%
Consumo não Cíclico	24	21,05%	20	23,53%
Materiais Básicos	8	7,02%	6	7,06%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	3,51%	1	1,18%
Tecnologia da Informação	5	4,39%	4	4,71%
Telecomunicações	1	0,88%	1	1,18%
Utilidade Pública	9	7,89%	7	8,24%
Total	114	100,00%	85	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Destas 85 empresas, nem todas participaram em todos os anos analisados, por três principais motivos, a saber: primeiramente pelo fato de que em 2010 é o início de análise dos dados, há organização que possibilitou abertura de capital a partir de 2011; alguma das características do conselho de administração não ter sido divulgada; e por alguma variável de desempenho não estar na base de dados da *Thomson One Banker*. Assim, das 85 organizações, 67 participaram em 2010, 73 em 2011, 71 em 2012, 80 em 2013 e 84 em 2014, perfazendo um total de 375 observações.

3.2 Coleta e Análise dos Dados

Para responder a questão problema deste estudo, foram utilizadas três variáveis para medir o desempenho empresarial. A primeira foi medida pela rentabilidade do ativo total (ROA) (ADAMS; FERREIRA, 2009; DARMADI, 2011; UJUNWA, 2012; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015). A segunda foi medida pela rentabilidade do patrimônio líquido (ROE) (WAHBA, 2015). Por fim, a terceira foi medida Q de *Tobin* (Q) (ADAMS; FERREIRA, 2009; DARMADI, 2011; WAHBA, 2015). No Quadro 2 são apresentadas as variáveis de desempenho empresarial, sua mensuração e fonte de coleta dos dados.

Quadro 2 – Variáveis de desempenho empresarial

Variável	Operacionalização	Fonte de coleta de dados
Rentabilidade do Ativo Total (ROA)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$	<i>Thomson One Banker</i>
Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	<i>Thomson One Banker</i>
Q de <i>Tobin</i> (Q)	$\frac{\text{VMA}^* + \text{D}^{**}}{\text{Ativo Total}}$	<i>Thomson One Banker</i>

*VMA = Valor de mercado das ações negociadas em bolsa;

** D = Passivo circulante - Ativo circulante + Estoques - Passivo não circulante.

Fonte: Dados da pesquisa.

Foram utilizadas quatro variáveis como características do conselho de administração selecionadas com base na sua relevância em estudos correlatos, a saber: tamanho do conselho de administração (ADAMS; FERREIRA, 2009; DARMADI, 2011; UJUNWA, 2012; AKPAN; AMRAN, 2014; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015); independência do conselho de administração (ADAMS; FERREIRA, 2009; AKPAN; AMRAN, 2014; GAUR; BATHULA;

SINGH, 2015); gênero do conselho de administração (ADAMS; FERREIRA, 2009; DARMADI, 2011; UJUNWA, 2012; AKPAN; AMRAN, 2014); dualidade do diretor (UJUNWA, 2012; WAHBA, 2015); *expertise* do conselho de administração (UJUNWA, 2012; AKPAN; AMRAN, 2014; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015); e reuniões do conselho de administração (ADAMS; FERREIRA, 2009). A definição operacional das características do conselho de administração utilizadas neste estudo está disposta no Quadro 3.

Quadro 3 – Variáveis de características de conselho de administração

Variável	Operacionalização	Fonte de coleta de dados
Tamanho do Conselho de Administração	Logaritmo Natural do número total de membros no conselho.	Formulário de referência / item 13.2
Independência do Conselho de Administração	A relação entre o número de membros independentes e o tamanho do conselho.	Formulário de referência / item 12.6/8
Gênero do Conselho de Administração	A relação entre o número de mulheres no conselho e o número total de conselheiros.	Formulário de referência / item 12.6/8
Dualidade do Diretor	Variável <i>dummy</i> , 1 se o CEO é o presidente do conselho de administração, 0 caso contrário.	Formulário de referência / item 12.6/8
<i>Expertise</i> do Conselho de Administração	A relação entre o número de membros com graduação ou pós-graduação em Ciências Contábeis, ou Administração ou Economia e o número total de conselheiros.	Formulário de referência / item 12.6/8
Reuniões do Conselho de Administração	Número total de reuniões do conselho no ano.	Informações Relevantes/Reunião da Administração

Fonte: Dados da pesquisa.

Na análise dos dados, primeiramente aplicou-se o teste de Fator de Inflação de Variância (VIF) para verificar possíveis problemas de multicolinearidade entre as características do conselho de administração. Conforme Gujarati e Porter (2011), ocorrendo multicolinearidade entre as variáveis, não significa problemas do modelo, contudo, uma elevada presença pode ocasionar um aumento no termo do erro (GUJARATI; PORTER, 2011). Posteriormente, utilizou-se da técnica de Correlação de *Pearson* para verificar uma possível associação entre as variáveis.

Antes de aplicar a Regressão de Dados em Painel, foram aplicados os testes de *Chow*, *LM* de *Breusch-Pagan* e *Hausman*, que são utilizados como pressupostos para definir se o método a ser utilizado é o *POLS*, efeitos fixos ou aleatórios. Por fim, foi aplicado a Regressão de dados em painel não-balanceado, pelo fato de algumas empresas não terem participado da amostra em todo o período de análise. Na concepção de Fávero et al. (2009, p. 388), “os modelos de dados em painel são utilizados para os casos em que diversas observações são monitoradas não em apenas um único instante de tempo, como dia, mês ou ano (*cross-section*), mas ao longo de vários períodos de tempo”. A análise foi realizada por meio do *software* estatístico *STATA*®.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Antes de efetuar a análise da relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa, o estudo buscou identificar possíveis problemas de multicolinearidade, através do teste Fator de Inflação de Variância (VIF). Na concepção de Fávero et al. (2009, p. 359), “a estatística VIF é uma medida de quanto a variância de cada coeficiente de regressão estimado aumenta devido a multicolinearidade.” Os resultados do VIF são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2 – Teste Fator de Inflação de Variância (VIF)

Variáveis	Tolerância	VIF
Tamanho do Conselho de Administração	0,979	1,021
Independência do Conselho de Administração	0,987	1,013
Gênero do Conselho de Administração	0,977	1,023
Dualidade do Diretor	0,962	1,039
Reuniões do Conselho de Administração	0,978	1,022
Expertise do Conselho de Administração	0,982	1,018

Fonte: Dados da pesquisa.

Os valores de VIF expostos na Tabela 2 indicam ausência de multicolinearidade, uma vez que o maior valor de VIF encontrado foi de 1,039. Gujarati e Porter (2011) destacam que geralmente apenas valores de VIF acima de 10 indicam problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Calculou-se também a intensidade e o sentido das correlações entre as variáveis, por meio do coeficiente de Correlação de *Pearson*. Ressalta-se que a correlação de *Pearson* não sugere necessariamente uma relação de causa e efeito entre as variáveis, mas sim medir a força de associação entre elas. A Tabela 3 apresenta os resultados desta correlação.

Tabela 3 – Correlação de *Pearson* entre as variáveis

	Tamanho do Conselho de Administração	Independência do Conselho de Administração	Gênero do Conselho de Administração	Dualidade do Diretor	Reuniões do Conselho de Administração	Expertise do Conselho de Administração
Rentabilidade do Ativo Total	0,084	-0,049	0,064	0,071	-0,134**	-0,016
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	0,105*	0,023	-0,014	0,022	-0,020	0,031
<i>Q</i> de <i>Tobin</i>	-0,018	-0,053	0,082	-0,075	-0,104*	-0,036
Tamanho do Conselho de Administração	1	-0,037	0,035	-0,059	0,109*	-0,048
Independência do Conselho de Administração		1	-0,077	-0,070	-0,026	0,038
Gênero do Conselho de Administração			1	0,127*	-0,004	-0,026
Dualidade do Diretor				1	-0,076	-0,099
Reuniões do Conselho de Administração					1	0,065
Expertise do Conselho de Administração						1

**A correlação é significativa no nível 0,01.

*A correlação é significativa no nível 0,05.

Fonte: Dados da pesquisa.

Como se pode observar, a rentabilidade do ativo total apresentou uma correlação significativa e negativa com a quantidade de reuniões do conselho de administração o Tamanho (-0,134). Quanto a rentabilidade do patrimônio líquido, o tamanho do conselho de administração (0,105) apresentou uma correlação positiva e significativa. Por fim, o *Q* de *Tobin* foi significativamente correlacionado de forma negativa com o número de reuniões do conselho de administração (-0,104).

Tais resultados sugerem que à medida que o número de reuniões do conselho de administração aumenta, o desempenho da empresa avaliado pela rentabilidade do ativo total e o *Q* de *Tobin* diminui. Inversamente, à medida que o tamanho do conselho de administração aumenta, o desempenho empresarial avaliado pela rentabilidade do patrimônio líquido também aumenta. Entretanto, tais achados não podem afirmar relação de causa e efeito entre as variáveis, apenas uma tendência de variação conjunta entre elas. Esta relação, só pode ser encontrada a partir da regressão em dados em painel.

Antes de expor os resultados da regressão de dados em painel, destaca-se Fávero et al. (2009, p. 383) ao salientarem que “alguns testes são utilizados para a definição do melhor modelo de dados em painel (*POLS*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios)”. Os testes a serem aplicados, com base no autor são: *F* de *Chow*; *LM* de *Breusch-Pagan*; e *Hausman*. Tais testes são apresentados na Tabela 4.

Tabela 4 – Pressupostos da regressão de dados em painel

Testes	Resultados	Hipóteses
Painel A – Rentabilidade do Ativo Total		
<i>LM</i> de <i>Breusch-Pagan</i>	$X^2 = 199,11$ Sig. $X^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
<i>F</i> de <i>Chow</i>	$F = 8,87$ Sig. $X^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$X^2 = 12,77$ Sig. $X^2 = 0,047$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).
Painel B – Rentabilidade do Patrimônio Líquido		
<i>LM</i> de <i>Breusch-Pagan</i>	$X^2 = 6,73$ Sig. $X^2 = 0,005$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
<i>F</i> de <i>Chow</i>	$F = 1,09$ Sig. $X^2 = 0,291$	Os interceptos são iguais para todas as <i>cross-sections</i> (<i>POLS</i>).
Teste de <i>Hausman</i>	$X^2 = 24,81$ Sig. $X^2 = 0,004$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).
Painel C – <i>Q</i> de <i>Tobin</i>		
<i>LM</i> de <i>Breusch-Pagan</i>	$X^2 = 281,85$ Sig. $X^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
<i>F</i> de <i>Chow</i>	$F = 21,09$ Sig. $X^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$X^2 = 7,71$ Sig. $X^2 = 0,260$	O modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios).

Fonte: Dados da pesquisa.

Os achados da Tabela 4 indicam que o modelo a ser aplicado para a variável de desempenho empresarial medido pela rentabilidade do ativo total é a de efeitos fixos. Já para a rentabilidade do patrimônio líquido, o modelo *POLS*. Por fim, para o *Q* de *Tobin* deve ser aplicado o modelo de efeitos aleatórios. Os resultados da regressão de dados em painel são demonstrados na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultados da regressão de dados em painel

Variável		ROA (Efeitos Fixos)	ROE (<i>POLS</i>)	<i>Q</i> de <i>Tobin</i> (Efeitos Aleatórios)
Constante	Coefficiente	-7,222	-43,527	1,363
	Sig.	0,122	0,066	0,005
Tamanho do Conselho de Administração	Coefficiente	7,185	23,581	-0,049
	Sig.	0,001	0,030	0,825
Independência do Conselho de Administração	Coefficiente	-6,372	7,053	-1,038
	Sig.	0,004	0,622	0,000
Gênero do Conselho de Administração	Coefficiente	-15,190	-10,227	-0,502
	Sig.	0,021	0,705	0,430
Dualidade do Diretor	Coefficiente	1,064	2,955	0,101
	Sig.	0,244	0,513	0,273
Reuniões do Conselho de Administração	Coefficiente	-0,018	-0,274	0,001
	Sig.	0,770	0,548	0,936
<i>Expertise</i> do Conselho de Administração	Coefficiente	5,429	9,786	-0,271
	Sig.	0,015	0,442	0,237

R²	0,734	0,015	0,055
R² Ajustado	0,650	-0,001	0,039
Durbin-Watson	1,938	1,646	1,784
Teste F/ Wald	5,140	0,960	24,670
Sig.	0,000	0,452	0,004

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 5, o coeficiente de determinação foi extremamente baixo para o desempenho empresarial avaliado pelo ROE e pelo Q de *Tobin*, ou seja, as características do conselho de administração não possuem poder explicativo suficiente para afirmar uma relação de causa e efeito com estas variáveis. Dessa forma, neste estudo só foi possível aceitar os resultados apresentados pelo ROA, uma vez que o r^2 e o r^2 ajustado foram acima de 0,5, o que pode ser considerado bom para fins de análise.

O poder explicativo individual de cada característica de conselho de administração testada indica que o “tamanho do conselho de administração” está positivamente relacionado com o desempenho das organizações analisadas. Este resultado apresenta indicativos para apoio aos achados de Akpan e Amran (2014) e Gaur, Bathula e Singh (2015) de que um grande número de membros dentro do conselho é beneficiário para a empresa em termos de captação de recursos, contribuições de competências, experiências e conhecimentos para o desempenho empresarial.

A variável “independência do conselho de administração” apresentou uma relação negativa e significativa com o desempenho empresarial. Este estudo corrobora com a pesquisa Gaur, Bathula e Singh (2015) que a composição do conselho, normalmente, não importa muito para o desempenho da empresa, mas sim para efeitos de desempenho da tarefa no conselho de administração (TACHEVA; HUSE, 2006). Outrossim, a presença de membros independente no conselho, aumenta as chances de um conflito entre os conselheiros, acarretando em uma tomada de decisões menos eficiente (GAUR; BATHULA; SINGH, 2015).

Com base na Tabela 5, afirma-se que existe uma relação significativa entre a diversidade de gênero do conselho de administração e desempenho da empresa, no entanto, o resultado mostra uma significância negativa. Este resultado está em linha com os estudos de Adams e Ferreira (2009) e Akpan e Amran (2014) que encontraram relação negativa com o desempenho financeiro e a diversidade de gênero. A razão para a relação negativa pode ser atribuída à medição do desempenho e o número limitado de mulheres no conselho de administração das empresas, visto que a nomeação de mulheres no conselho, por vezes, é uma fachada para retratar a imagem da empresa de dimensão de gênero (AKPAN; AMRAN, 2014).

Quanto a variável “*expertise* do conselho de administração”, que trata sobre a qualificação educacional dos conselheiros, a relação foi positiva e significativa com o desempenho empresarial. Isto implica que conselheiros com qualificação, possuem conhecimento, experiência e melhores competências gerenciais e administrativas na condução dos assuntos empresa, indo ao encontro dos achados de Ujunwa (2012), Akpan e Amran (2014) e Gaur, Bathula e Singh (2015).

Por fim, não se encontrou nenhuma relação significativa entre a dualidade do diretor, reuniões do conselho de administração com o desempenho empresarial. Conclui-se que entre as características do conselho de administração das empresas listadas no Novo Mercado, o tamanho, independência, gênero e *expertise* do conselho de administração possuem uma relação significativa com o desempenho empresarial.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E RECOMENDAÇÕES

Este estudo objetivou verificar a relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial das empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa. Para consecução do objetivo proposto procedeu-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental. Das 114 empresas listadas no segmento do Novo Mercado, exceto as classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”, 85 compuseram a amostra. Destas 85 empresas, 67 participaram em 2010, 73 em 2011, 71 em 2012, 80 em 2013 e 85 em 2014, com um total de 375 observações.

Os resultados indicam um baixo coeficiente de determinação para rentabilidade do patrimônio líquido e para o Q de *Tobin*, não possibilitando a análise da relação destas variáveis com as características do conselho de administração, apenas para a rentabilidade do ativo total que apresentou um coeficiente considerado moderado. Encontra-se uma forte relação positiva entre tamanho do conselho de administração empresas e desempenho empresarial avaliado pela rentabilidade do ativo total, é plausível supor que, quanto maior for o número de membros dentro do conselho, melhor será o desempenho empresarial das organizações (AKPAN; AMRAN, 2014; WAHBA, 2015; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015).

Existe uma relação negativa entre independência do conselho de administração e o desempenho empresarial. Portanto, os resultados sugerem que companhias com uma alta concentração de membros independentes no conselho apresentam um baixo desempenho empresarial, provavelmente pelo conflito com os conselheiros internos, acarretando em uma tomada de decisões menos eficiente (GAUR; BATHULA; SINGH, 2015).

A concentração de mulheres no conselho de administração apresentou uma relação negativa e significativa com o desempenho. Os resultados sugerem que, organizações ao qual exista uma grande quantidade de mulheres no conselho, diminui o seu desempenho empresarial (ADAMS; FERREIRA, 2009; DARMADI, 2011; AKPAN; AMRAN, 2014). Contudo, deve-se ressaltar que este resultado pode ser atribuído ao fato de poucas empresas terem mulheres nos conselhos, além disso, no Brasil o mercado de trabalho ainda está mais concentrado no gênero masculino, e muitas vezes a presença de mulheres no conselho pode ser mais impulsionado pelos acionistas ou por alguma norma da empresa.

Para a variável “*expertise* do conselho de administração”, a relação foi positiva e significativa com o desempenho empresarial, ou seja, conselheiros com qualificação em finanças, possuem conhecimento, experiência e melhores competências gerenciais para tomada de decisão (UJUNWA, 2012; AKPAN; AMRAN, 2014; GAUR; BATHULA; SINGH, 2015). Por fim, não se encontrou nenhuma relação significativa entre a dualidade do diretor e reuniões do conselho de administração com o desempenho empresarial.

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange a investigação da relação das características do conselho de administração sobre o desempenho empresarial, possui limitações. Destaca-se como limitação a utilização apenas de empresas não financeiras listadas no Novo Mercado, que impossibilita a generalização para todas as empresas de capital aberto. Outra limitação encontra-se nas variáveis utilizadas para determinação do desempenho empresarial e das características do conselho de administração, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo.

Como sugestão para trabalhos futuros, seria interessante um estudo similar a este com empresas de outro segmento, visto que uma nova amostra permitirá a utilização deste estudo para fins de comparabilidade dos resultados. Além disso, pode ser utilizado outras variáveis de desempenho empresarial. Finalmente, cabe também sugerir que se realizem estudos sobre a relação das características do comitê de auditoria com o desempenho empresarial.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, Renée B.; FERREIRA, Daniel. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 94, n. 2, p. 291-309, 2009.
- AKPAN, Edem Okon; AMRAN, Noor Afza. Board characteristics and company performance: Evidence from Nigeria. **Journal of Finance and Accounting**, v. 2, n. 3, p. 81-89, 2014.
- ANDRADE, Lélis Pedro de. **Governança Corporativa: estrutura dos conselhos de administração e sua relação com o valor de mercado e com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto**. 2008. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal de Lavras, Lavras, 2008.
- ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARTINS, Eliseu. Capital intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras. **Revista de administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, n. 1, p. 5-21, 2007.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. Atlas, 2003.
- BACKES, Newton Alexandre; SILVA, Wesley Vieira da; ADÃO, Wevergton Junior; DEL CORSO, Jansen Maia. Indicadores contábeis mais apropriados para mensurar o desempenho financeiro das empresas listadas na BOVESPA. **Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios**, v. 2, n. 1, p. 117-135, 2009.
- BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Gardiner Coit. **The modern corporation and private property**. Harcourt: Brace & World Inc, 1932.
- BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e práticas de Governança Corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.
- BIANCHI, Márcia. **A controladoria como um mecanismo interno de Governança Corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente**. 2005. 159 f. 2005. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2005.
- CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes; LOUVET, Pascal. Determinantes da eficiência de conselhos de administração de empresas negociadas na BM&FBovespa. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 8, n. 21, 2014.
- DARMADI, Salim. Board diversity and firm performance: the Indonesian evidence. **Corporate Ownership and Control Journal**, v. 9, n. 1, p. 524-539, 2011.
- DE CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Revista de Gestão**, v. 12, n. 2, p. 99-115, 2005.
- DUTRA, Marcos Galileu Lorena; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, p. 9-27, 2002.

FAMA, Eugene. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, jun. 1983.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão**. São Paulo: Campus, 2009.

GAUR, Sanjaya S.; BATHULA, Hanoku; SINGH, Deeksha. Ownership concentration, board characteristics and firm performance: a contingency framework. **Management Decision**, v. 53, n. 5, p. 911-931, 2015.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: Editora Bookman, 2011.

HSU, Wen-Yen; PETCHSAKULWONG, Pongpitch. The impact of corporate governance on the efficiency performance of the Thai Non-Life insurance industry. **Genoveva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice**, v. 35, n. 1, p. 28-49, dez. 2010.

IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 4. ed., São Paulo, 2010.

IGARASHI, Deisy Cristina Corrêa; ENSSLIN, Sandra Rolim; ENSSLIN, Leonardo; PALADIN, Edson Pacheco. A qualidade do ensino sob o viés da avaliação de um programa de pós-graduação em contabilidade: proposta de estruturação de um modelo híbrido. **Revista de Administração**, v. 43, n. 2, p. 117-137, 2008.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KHANCHEL, Imen. Corporate governance: measurement and determinant analysis. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 8, p. 740-760, 2007.

LEAL, Ricardo P. C.; OLIVEIRA, Claudia L.T de. An evaluation of board practices in Brazil. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 2, n. 3, p. 21-25, 2002.

MARTINS, Henrique Cordeiro. Papéis dos Conselhos de Administração: perspectivas teóricas. **Revista de Administração FEAD**, v. 2, n. 1, p. 97-109, 2005.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

NASCIMENTO, Fernando Saulo Pinheiro do; MOURA, André Aroldo Freitas de; DE LUCA, Márcia Martins Mendes; VASCONCELOS; Alessandra Carvalho de. Práticas de Governança Corporativa dos conselhos de administração das empresas do novo mercado da BMFBovespa. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 3, n. 3, p. 148-169, 2013.

OLIVEIRA, Marcelle Colares. COSTA, Patrícia Pena da. O comitê de auditoria nas companhias abertas brasileiras: um estudo multicaso. In. CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5., 2005. São Paulo (SP). **Anais...** São Paulo: USP, 2005.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 4, p. 47-59, 2003.

SANTOS, Giovane Zanardo dos. **Independência do conselho de administração e sua relação com o desempenho da empresa**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração)-Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Administração)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Determinantes da qualidade da Governança Corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 1-29, set./dez. 2008.

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 57-71, 2003.

TACHEVA, Sabina; HUSE, Morten. Women directors and board task performance: mediating and moderating effects of board working style. In: **European Academy of Management Conference**, p. 17-20, 2006.

UJUNWA, Augustine. Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 12, n. 5, p. 656-674, 2012.

VALADARES, Sílvia Mourthé; LEAL, Ricardo P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, p. 29-56, abr. 2000.

WAHBA, Hayam. The joint effect of board characteristics on financial performance: Empirical evidence from Egypt. **Review of Accounting and Finance**, v. 14, n. 1, p. 20-40, 2015.

WERNKE, Rodney; LEMBECK, Marluce. Análise de rentabilidade dos segmentos de mercado de empresa distribuidora de mercadorias. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 15, n. 35, p. 68-83, 2004.