



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA – UFPB

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE – UFRN

Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

RAIMUNDO MARCIANO DE FREITAS NETO

**ANÁLISE DO PAPEL DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E DE SUAS
DETERMINANTES EM EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA
BM&FBOVESPA**

NATAL – RN

2014

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

Reitor:

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo

Vice-Reitora:

Professora Doutora Sônia Nair Baó

Decano de Pesquisa e Pós-Graduação:

Professor Doutor Jaime Martins de Santana

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Doutor Roberto de Goes Ellery
Junior

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais:

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos

**Coordenador Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós
Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN**

Professor Doutor Rodrigo de Souza Gonçalves

RAIMUNDO MARCIANO DE FREITAS NETO

**ANÁLISE DO PAPEL DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E DE SUAS
DETERMINANTES EM EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN.

Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro.

Orientador: Prof. Dr. Anderson Luiz Rezende Mól.

NATAL – RN

2014

Freitas Neto, Raimundo Marciano.

Análise do papel dos conselhos de administração e de suas determinantes em empresas listadas no novo mercado da BM&FBOVESPA. / Raimundo Marciano de Freitas Neto. – Natal, 2014.

44 f.

Orientador: Prof. Dr. Anderson Luiz Rezende Mól.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Programa Multi-institucional e Interregional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN).

1. Conselhos de Administração. 2. Papel Gerencial. 3. Papel Supervisório. I. Mól, Anderson Luiz Rezende. II. Universidade de Brasília. III. Universidade Federal da Paraíba. IV. Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

RAIMUNDO MARCIANO DE FREITAS NETO

**ANÁLISE DO PAPEL DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E DE SUAS
DETERMINANTES EM EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO DA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

Data da Aprovação: 29/01/2015

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Anderson Luiz Rezende Mól
Universidade Federal do Rio Grande do Norte
Orientador

Prof. Dr. Erivan Ferreira Borges
Universidade Federal do Rio Grande do Norte
Membro Interno

Prof. Dr. Melquíades Pereira de Lima Junior
Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Rio Grande do Norte
Membro Externo

**NATAL-RN
2014**

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Anderson Mól, pelas valiosas contribuições à minha formação acadêmica e pelo seu constante incentivo. Sua prestatividade é admirável.

Aos meus pais, Marciano Júnior e Andréa, pelos ensinamentos e pelo sacrifício de cada dia, que me permitiu o necessário para chegar até aqui, e às minhas irmãs, Kalina e Natália, pelo apoio e torcida.

A Marcelo, Tarso, Guilherme, Gilberto, Nyalle, Mayara, Andrea, Audenora e Juliana, parceiros de luta durante esse Mestrado, compartilhando alegrias nos momentos de calma e colaborando durante as tempestades.

Aos Professores do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós- Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN – Márcia Machado, Edilson Paulo, Paulo Amilton, Aldo Callado, Adilson Tavares, Paulo Cavalcanti, Aneide Araújo, Paulo Aguiar e Anderson Mól, pelas oportunidades de crescimento.

Aos amigos que sentiram minha ausência ao longo desses dois anos, em especial João, Moacir, Pedro Paulo, Pedro Dantas, Pedro Yochinori, Raul, Diego, Ana Martha, Aline, Isabel, Tânia e Camila.

“A realidade frequentemente está incorreta”.

Douglas Adams

RESUMO

O presente estudo teve o objetivo de analisar a relação entre o papel dos Conselhos de Administração de 108 empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA e variáveis de governança corporativa reportadas pela literatura acadêmica que potencialmente pudessem interferir na dominância desse papel das reuniões dos Conselhos. A determinação do papel foi realizada por análise de conteúdo, adaptando o modelo de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), enquanto a avaliação das determinantes foi realizada por meio de Regressões Beta e Logística, utilizando-se respectivamente a proporção de tópicos gerenciais em relação ao total e uma classificação binária de acordo com a dominância. Foram avaliadas as Atas e os Formulários de Referências divulgados para os anos-base 2010 a 2013, sendo analisadas apenas empresas que apresentassem os dados referentes a todo o período. Foi detectado que os Conselhos exercem papel gerencial com mais frequência que supervisorio, discutindo principalmente tópicos relacionados a Questões Financeiras, como Investimentos e Finanças e Relatórios Financeiros, havendo um destaque secundário para decisões relativas a Questões Formais. Os testes de médias emparelhados realizados ajudaram a verificar a estabilidade desses perfis de atividades. Os resultados das duas regressões foram convergentes, apontando que as variáveis significativas para a determinação do papel são a presença de um ex-CEO no Conselho de Administração e a existência de um Conselho Fiscal instalado, ambos contribuindo positivamente para a leve predominância do Gerencial sobre o Supervisorio.

Palavras-chave: Conselhos de Administração. Papel Gerencial. Papel Supervisorio.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the relationship between the role played by the Boards of Directors of 108 companies listed on BM&FBOVESPA's Novo Mercado and corporate governance variables reported by the academic literature that could potentially interfere with the dominance of this role on the Boards' meetings. The dominant role was verified through a Content Analysis based on Schwartz-Ziv and Weisbach's model (2013), whilst Logistic and Beta regressions were used to evaluate the determinants, respectively using the ratio of management topics over the total and a binary classification according to this dominance. It was detected that Boards are playing a managerial role more often than the supervisory one, mainly discussing topics related to Financial Issues, such as Investments and Finance and Financial Reports, with a secondary emphasis on decisions concerning Formal Issues. Paired Means Tests were performed in order to verify the stability of such activity profiles. The results of the two regressions converged, pointing out that the significant variables for determining the role are the presence of a former CEO in the Board of Directors and the existence of a Fiscal Council, both positively contributing to the prevalence of the subtle Managerial role over the Supervisory one.

Keywords: Boards of Directors. Managerial role. Supervisory role.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Resíduos de Pearson x Índice de observações	35
--	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos sobre o papel do Conselho de Administração.....	17
Quadro 2 – Estudos sobre a relação CA x CEO	18
Quadro 3 – Estudos sobre a estrutura dos Conselhos de Administração.....	19
Quadro 4 – Variáveis de Governança.....	23

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Correlação – Kendall's Tau.....	25
Tabela 2 – Diagnóstico de Multicolinariedade.....	26
Tabela 3 – Descrição dos Dados 2010 a 2013.....	30
Tabela 4 – Análise do conteúdo das atas em função do tipo de decisão	32
Tabela 5 – Análise do Conteúdo das Atas por Agregador	32
Tabela 6 – Teste de média t para dados pareados.....	33
Tabela 7 – Análise do Conteúdo das Atas por Tópico	34
Tabela 8 – Comparação entre modelos.....	35

LISTA DE SIGLAS

ARCA	Ata de Reunião do Conselho de Administração
CA	Conselho de Administração
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
GBC	Government Business Companies
LSA	Lei das Sociedades Anônimas

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
1.1 Objetivos.....	15
2 CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	16
2.1 Abordagens sobre o papel do Conselho de Administração	16
2.2 Relação Conselho de Administração x CEO.....	18
2.3 Estrutura dos Conselhos de Administração	19
3 MÉTODO DE PESQUISA.....	22
3.1 Caracterização da análise de conteúdo para verificação do Papel desempenhado	22
3.2 Modelo Teórico	23
3.3 Modelos para avaliação do Papel exercido pelos Conselhos de Administração	24
3.3.1 Regressão Logística.....	25
3.3.2 Regressão Beta	27
3.4 Descrição dos dados	30
4 ANÁLISE DOS DADOS	32
4.1 Conteúdo das Atas	32
4.2 Análise dos Modelos	34
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	38
REFERÊNCIAS	39
APÊNDICE	42

1 INTRODUÇÃO

Governança Corporativa é o mecanismo usado para delinear os direitos e deveres das principais estruturas administrativas das Companhias: Conselhos, Comitês, Diretoria Executiva, Acionistas e quaisquer *stakeholders* a ela vinculados. Presume-se que uma boa Governança deva resultar na diminuição dos custos relativos ao Conflito de Agência, favorecendo maiores retornos para os acionistas (CHEUNG *et al.*, 2013).

Nesse sentido, a atuação do Conselho de Administração (CA) tem o dever de zelar pelos valores e propósitos da organização e participar da gestão estratégica da Companhia (IBGC, 2009). A legislação brasileira, especialmente representada pela Lei 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas – LSA), atribui diversas funções ao Conselho de Administração, sendo obrigatória sua existência apenas nas Companhias de capital aberto e nas de Capital Autorizado, podendo, em sua ausência, a gestão da empresa recair totalmente sobre a Diretoria Executiva, e, em particular, sobre seu Diretor Presidente (*Chief Executive Officer - CEO*).

A estrutura dos Conselhos de Administração tem sido investigada em diversos estudos. Um dos focos dessas pesquisas reside nos atributos no nível da empresa, em que se discute a relação entre o número de conselheiros e desempenho empresarial; outro, a presença de membros externos e a qualidade da atuação desses órgãos; e dualidade de função CEO-Presidente do Conselho (SILVEIRA; BARROS, FAMÁ, 2003; CHENG, 2008; BOONE *et al.*, 2007; DAHYAA; DIMITROV; McCONNELL, 2008; GUEST, 2008; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011; JERMIAS; GANI, 2014).

A maioria dos trabalhos sobre o tema Conselho de Administração realizados no Brasil têm focado sua relação com os indicadores de retorno da companhia (MARTINS *et al.*, 2014), a qualidade da Governança (FURUTA, SANTOS, 2010; CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2011), o desempenho das ações (ANDRADE *et al.*, 2009), ou investigado sua composição (MADALOZZO, 2011; MOURA; BEUREN, 2011; COSTA; AZEVEDO; CHADDAD, 2012).

No aspecto do Papel do Conselho, explicado por Mace (1976), as pesquisas são menos numerosas (SONG; THAKOR, 2006; LINCK; NETTER; YANG, 2008; FLORACKIS; KOSTAKIS; OZKAN, 2009; CHEUNG *et al.*, 2013; SCHWARTZ-ZIV; WEISBACH, 2013; BALDENIUS; MELUMAD; MENG, 2014). O objetivo convergente das pesquisas nessa área tem sido o de investigar se os Conselhos estão desempenhando atividades primordialmente

caracterizadas como de Supervisão ou de Gerenciamento, isto é, se estão predominantemente exercendo um Papel ativo no processo decisório ou o de um órgão fiscalizador.

A importância de conhecer a função dos Conselhos passa pela análise do propósito que essas estruturas organizacionais representam como representação administrativa do corpo de acionistas da entidade.

Em uma ponta, pode-se ter um Conselho com atuação fiscalizadora, dedicado a acompanhar a gestão, tão somente ratificando os atos, ou pedindo esclarecimentos quanto a questões inicialmente obscuras. Estando mais próximo das atividades rotineiras da firma que os membros da Assembleia Geral, o conselheiro pode sofrer menor impacto de efeitos de assimetria informacional, detendo maior capacidade de discernimento para a avaliação de atos e fatos da gestão empresarial.

Por outro lado, o Conselho pode desempenhar uma função ativa no processo decisório, sendo ator de transformações empresariais, e responsável direto pelos resultados da firma. É possível que conselhos com essa atribuição tenham características bastante particulares; por exemplo, corporações com alto nível de complexidade organizacional podem se beneficiar de *experts* no Conselho de Administração (COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008).

Seguindo essa linha, e dadas as funções do Conselho – supervisão e gerenciamento – formula-se o seguinte problema: **o que determina o Papel desempenhado pelos Conselhos de Administração nas Companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA?**

Hermalin e Weisbach (2003) afirmam que a teoria econômica acerca dos Conselhos de Administração ainda é incipiente, estando os progressos nessa área mais fortemente vinculados a trabalhos empíricos que a aprimoramentos teóricos formais. Para os autores, ainda não há uma sustentação sólida quanto ao porquê da existência desses órgãos, além da mera obrigação legal, e qual a efetiva contribuição que devem ofertar às entidades em que estão inseridos. Bebchuk e Weisbach (2010) apontam que o direcionamento nas pesquisas sobre o tema tem sido acerca dos possíveis benefícios de estruturas mais independentes, como decisões mais efetivas sobre a remuneração de executivos.

O estudo de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) trabalha na perspectiva de tentar compreender qual o papel desempenhado pelos Conselhos, efetuando uma análise de conteúdo dos tópicos debatidos em reuniões do CA, mas limitado a um grupo de 11 empresas israelenses nos quais o governo possuía participação. No Brasil, o trabalho de Martins e Rodrigues (2005) avaliou o papel dos Conselhos a partir da percepção de conselheiros e/ou executivos.

Nenhum desses trabalhos, contudo, procurou investigar o que induz a adoção de determinado papel, de forma que persiste uma lacuna na relação entre a função e seus determinantes. Com a efetiva divulgação das atas das reuniões a partir de 2010, tornou-se possível a averiguação desses aspectos de forma similar ao método de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), ainda que as informações publicadas no Brasil sejam mais sumarizadas.

O presente estudo se diferencia pela contribuição para a literatura sob a perspectiva da análise do papel desempenhado pelos Conselhos de Administração.

1.1 Objetivos

Nesta perspectiva, o objetivo deste trabalho é investigar, dentre um conjunto de variáveis reportadas na literatura, aquelas que determinam a adoção do papel dominante desempenhado pelos Conselhos de Administração das empresas do Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

Para tanto, delimitam-se como objetivos específicos:

- Determinar qual o papel principal exercido pelos Conselhos de Administração de cada empresa listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA;
- Investigar os determinantes do papel dominante exercido por esses Conselhos.

Não foi encontrado estudo prévio na realidade brasileira que analise o papel dominante do Conselho de forma empírica, de forma que essa ainda é uma área a ser explorada. A nível internacional, essa linha de pesquisa ainda carece de atenção, destacando-se, nesse aspecto, Schwartz-Ziv e Weisbach (2013).

De igual sorte, apesar de haver estudos sobre a estrutura dos conselhos, conforme citado acima, o impacto de características sobre a adoção dos papéis ainda não está claro. Nesse sentido, vale citar o estudo de Baldenius, Melumad e Meng (2014), que tentou modelar a relação entre a adoção de um papel com a influência do CEO.

2 CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1 Abordagens sobre o papel do Conselho de Administração

O papel do Conselho de Administração é explicado por Mace (1976) como o de aconselhamento ao CEO, atuação como fonte disciplinar para o Diretor Presidente e seus subordinados, que periodicamente deverão se apresentar ao Conselho, e agir em situações críticas, como o falecimento do CEO. No mesmo sentido, Jensen (1993) afirma que a responsabilidade do Conselho é contratar, demitir, decidir acerca da política de remuneração do CEO e estabelecer diretrizes, enquanto se dedica a prover conselhos relevantes, sendo o órgão máximo de controle interno de uma organização.

A Abordagem do Gerenciamento presume que o Conselho de Administração toma decisões gerenciais, tais como a determinação dos projetos que serão executados e quais empregados serão selecionados para a equipe. Esses modelos enfatizam o Conselho como sendo um membro do sistema decisório da empresa, atuando na tomada de decisão sobre a estratégia e curso de ação da firma (LINCK; NETTER; YANG, 2008).

A Abordagem de Supervisão sugere que o principal papel do Conselho de Administração é monitorar e aconselhar o CEO (SCHWARTZ-ZIV, WEISBACH, 2013; SONG, THAKOR, 2006). É possível que uma de suas funções mais relevantes seja o acompanhamento dos relatórios financeiros (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004).

Estudos sugerem que o incremento na proporção de não executivos no quadro de conselheiros tende a tornar essa supervisão mais efetiva, ao afirmarem que o monitoramento é função dos conselheiros externos, constituindo-se agentes ativos no combate ao problema de Agência (FLORACKIS, KOSTAKIS, OZKAN, 2009; CHEUNG *et al.*, 2013). Ainda, Conselhos mais atuantes no monitoramento tendem a delegar maior poder de gerenciamento aos CEOs (BALDENIUS; MELUMAD; MENG, 2014).

Alguns artigos (HERMALIN; WEISBACH, 1998; SONG; THAKOR, 2006) partem de determinada abordagem para avaliar as características do CA, sendo poucos os trabalhos que lidam com a dualidade de função do Conselho, que pode conjugar, simultaneamente, diferentes atribuições, por a atuação em uma delas não ser excludente da outra, mas complementar.

O Quadro 1 lista os artigos que estudaram o papel do Conselho com pelo menos duas abordagens, ao invés de partir de um único.

Quadro 1 – Estudos sobre o papel do Conselho de Administração

Artigo	Proposta e principais resultados	Metodologia
Martins e Rodrigues (2005)	Teoria institucionalista e tres papéis: estratégico, controle e institucional. Analisaram o impacto da Governança Corporativa nos papéis e responsabilidades do Conselho. Encontraram evidências de que o papel estratégico é tido como uma das características mais relevante pelos respondentes.	Questionário semi-estruturado com perguntas abertas e fechadas aplicado a executivos de companhias abertas, com o intuito de classificar quais as atividades desenvolvidas pelo Conselho que os respondentes consideravam mais importantes. 71 questionários respondidos.
Adams e Ferreira (2007)	Estudaram o que seria uma estrutura “amigável” para um Conselho de Administração, assumindo a dualidade de papéis entre gerenciamento e supervisão, contrastando-a em firmas com um único conselho desempenhando ambos com companhias em que há estruturas separadas dedicadas a cada papel. Apontaram que o CEO pode não se dedicar a compartilhar informações úteis com Conselhos que efetivamente o monitorem, de forma que benefícios associados a independência podem ser anulados.	Modelaram a relação a partir de quatro premissas: a) o CEO desgosta do monitoramento do Conselho porque valoriza seu próprio poder; b) o CEO valoriza o aconselhamento do Conselho, desde que não interfira com sua capacidade de decisão; c) a atividade do Conselho é mais efetiva quando este é melhor informado; d) o Conselho depende do CEO para obter informações específicas da firma.
Linck, Netter e Yang (2008)	Assumindo a existência de dois papéis – gerenciamento e supervisorio, ponderaram o custo-benefício conjunto dessas atividades.	Regressões. Os custos e benefícios das atividades do Conselho foram trabalhadas indiretamente, por meio de <i>proxies</i> diversas; por exemplo, a representação da complexidade da firma e os benefícios do aconselhamento foram representados pelo tamanho da firma, a proporção de débito na estrutura de capital e o número de segmentos de negócios.
Schwartz-Ziv e Weisbach (2013)	Avaliaram a função dos Conselhos, a partir de dois papéis: gerenciamento e supervisão. Evidenciaram que os Conselhos dedicam a maior parte de seu tempo às atividades de Supervisão.	Análise de Conteúdo dos registros de reuniões do Conselho de Administração de 11 firmas israelenses controladas pelo governo.
Baldenius, Melumad e Meng (2014)	Avaliaram a tendência de o CA assumir determinado papel, gerencial ou supervisorio, a partir da influência do CEO. Encontraram evidências de que quando o CEO controla o processo de nomeação dos membros do CA, há uma tendência à predominância do papel de supervisão; quando os acionistas indicam os membros, o gerencial.	Desenvolvimento de um modelo que tenta captar a relação entre o CEO e o Conselho de Administração.

Fonte: elaboração própria

Dentre os estudos listados no Quadro 1, apenas o de Martins e Rodrigues (2005) parte da teoria institucionalista para avaliar o papel do CA a partir de três abordagens – estratégico, controle e institucional; os demais convergem para dois: Gerenciamento e Supervisão.

Considerando a maior objetividade e clareza da divisão em dois papéis, apresentada pela maioria dos trabalhos listados no Quadro 1, e não reconhecendo a função do Conselho como possível de ser classificada em um único papel, o estudo segue essa linha, abordando o Gerenciamento e a Supervisão como atividades do CA.

2.2 Relação Conselho de Administração x CEO

As discussões sobre a relação do CEO com o Conselho de Administração estão centradas em dois aspectos: a possibilidade de o CEO ocupar concomitantemente o cargo de Presidente do Conselho e qual o grau de influência que o CEO exerce sobre o Conselho, quer ele seja membro deste ou não.

Para o melhor proveito da partilha dos riscos na gestão, é necessário que o agente tomador de decisão seja distinto do indivíduo que a monitora, atribuindo-se à primeira função o cargo do CEO e a segunda ao Conselho de Administração, que deve ser efetivamente capaz de limitar a ação daquele, inclusive dotado de poder coercitivo, capaz de contratar e demitir (JENSEN, 1993; BRICKLEY; COLES; JARRELL, 1997).

Brickley, Coles e Jarrell (1997) sugerem que após a sucessão do CEO seria prudente mantê-lo no CA, como uma forma de estágio probatório para o novo CEO. O antecessor, presumivelmente *expert* no setor de negócios da firma, pode servir como um Conselheiro efetivo (BALDENIUS; MELUMAD; MENG, 2014).

O Quadro 2 informa a proposta e os principais resultados de estudos a respeito da relação entre o Conselho de Administração e o CEO.

Quadro 2 – Estudos sobre a relação CA x CEO

Artigo	Proposta e principais resultados
Jensen (1993)	Citou a perspectiva humana do CEO, abordando o fato de que poucos CEOs efetivamente são capazes de aceitar ou buscar o aconselhamento e as críticas do Conselho de Administração, o que reduz a efetividade dessa estrutura e pode, em última instância, evitar que a firma obtenha um desempenho ótimo. Além disso, o CEO controla a informação disponibilizada ao Conselho, podendo limitar a atuação até mesmo de Conselheiros excepcionais.
Brickley, Coles e Jarrell (1997)	Analisaram os custos e benefícios da separação dos cargos de CEO e Presidente do Conselho de Administração. Ao contrário da maioria dos estudos, indicam que os custos da segregação de funções superam os benefícios.
Hermalin e Weisbach (1998)	Modelaram diversas relações entre o CA e o CEO. Entre seus principais achados estão que há tendência a diminuição da proporção de independentes no Conselho dependendo de quão experiente é o CEO e que desempenho empresarial negativo está associado ao fortalecimento da Independência do Conselho e ao aumento na probabilidade de o CEO ser substituído.
Almazan e Suarez (2003)	Abordaram os graus de influência exercida pelo CEO sobre o Conselho de Administração. Identificaram que Conselhos fortes, com efetivo poder de decidir sobre a continuidade do CEO, e, portanto, potenciais ameaças a este, devem ser acompanhados por maiores compensações financeiras.
Song e Thakor (2006)	Desenvolveram um modelo, a partir do papel Gerencial, interagindo os objetivos de carreira do CEO com os dos Conselheiros, sugerindo que esses interesses podem anular a vantagens associadas a um Conselho independente.
Boone <i>et al.</i> (2007)	Verificaram as determinantes da composição e tamanho dos Conselhos de Administração. O tamanho e a independência do Conselho aumentam conforme a firma cresce e diversifica suas operações. A independência do Conselho está negativamente relacionada a influência do CEO.
Baldenius, Melumad e Meng (2014)	Analisaram a composição dos Conselhos de Administração. Desenvolveram um modelo relacionando o poder de indicação ao papel desempenhado e sugerem que quando o CEO tem influência sobre a nomeação de Conselheiros, há tendência a atividades de monitoramento; quando os acionistas escolhem livremente, há predominância de gerenciais.

Fonte: elaborado pelo autor

Apontam Almazan e Suarez (2003) que enquanto há conselhos efetivamente investidos de liberdade para agir, outros estão limitados a ações moderadas, atuando independentemente somente em casos extremos, o que pode ser indesejável ao se trabalhar com a premissa de que a subordinação do Conselho deveria ser tão somente em relação ao corpo de acionistas da entidade.

Almazan e Suarez (2003) concluem que Conselhos com fortes poderes de decidir sobre a continuidade do CEO na empresa podem estar acompanhados de maiores necessidades de compensação para esse executivo – de outra forma, ele poderia recusar projetos com benefícios reais para a firma associados a prazos superiores a seu mandato, concentrando seus esforços em ações com efeitos imediatos.

Na negociação com o CEO sobre salários e diretrizes, o poder de barganha do Conselho está associado a sua independência; e o poder do CEO, a sua competência percebida em relação a um possível substituto (HERMALIN; WEISBACH, 1998).

2.3 Estrutura dos Conselhos de Administração

A literatura ainda não é consensual quanto a como devem ser formados os Conselhos de Administração. Com efeito, Coles, Daniel e Naveen (2008) argumentam que não há uma estrutura universal que se adeque a todos os modelos de companhias, devendo ser considerados fatores como tamanho, diversificação de atividades e quanto a firma se apóia em atividades de pesquisa e desenvolvimento para a identificação da necessidade de mais conselheiros ou de conselheiros independentes.

Outros estudos sugerem que o grau de independência (LINCK; NETTER; YANG, 2008) e a presença de estruturas subordinadas (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; REEB, UPADHYAY, 2010) também são aspectos relevantes. O Quadro 3 lista pesquisas que abordam questões concernentes a estrutura do Conselho de Administração.

Quadro 3 – Estudos sobre a estrutura dos Conselhos de Administração

Artigo	Proposta e principais resultados
Anderson, Mansi e Reeb (2004)	Avaliaram a relação entre estrutura do Conselho e o custo da dívida. Foi identificado que Conselhos de Administração e Comitês de Auditoria maiores e mais independentes estão relacionados a custos de financiamento significativamente menores.
Adams e Ferreira (2007)	Estudaram o que seria uma estrutura “amigável” para um conselho de Administração, assumindo a dualidade de papéis entre gerenciamento e supervisão, contrastando-o em firmas com um único conselho desempenhando ambos com companhias em que há estruturas separadas dedicadas a cada papel. Apontam que o CEO pode não se dedicar a compartilhar informações úteis com Conselhos que efetivamente o monitorem, de forma que benefícios

	associados a independência podem ser anulados.
Boone <i>et al.</i> (2007)	Verificaram as determinantes da composição e tamanho dos Conselhos de Administração. O tamanho e a independência do Conselho aumentam conforme a firma cresce e diversifica suas operações. A independência do Conselho está negativamente relacionada a influência do CEO.
Coles, Daniel e Naveen (2008)	Analísaram a relação entre o valor da companhia e a estrutura do Conselho de Administração. Foi encontrado que firmas complexas tendem a ter Conselhos maiores e mais independentes.
Linck, Netter, Yang (2008)	Estudaram a estrutura dos Conselhos e seus determinantes. Verificam que a estrutura do CA é consistente com os custos e benefícios das atividades de monitoramento e aconselhamento desenvolvidos pelos Conselhos.
Andrade <i>et al.</i> (2009)	Estudaram a relação entre Governança e Desempenho. Apontam que o número de conselheiros pode ser relevante no direcionamento das estratégias da companhia e que a existência de conselheiros internos é benéfica por seu maior conhecimento sobre a firma.
Reeb e Upadhyay (2010)	Averiguaram a utilização de Comitês como estruturas subordinadas ao Conselho de Administração. Identificaram uma relação positiva entre o número de Comitês e performance empresarial, medida pelo Q de Tobin.
Baldenius, Melumad e Meng (2014)	Analísaram a composição dos Conselhos de Administração. Desenvolveram um modelo relacionando o poder de indicação ao papel desempenhado e sugerem que quando o CEO tem influência sobre a nomeação de Conselheiros, há tendência a atividades de monitoramento; quando os acionistas escolhem livremente, há predominância de gerenciais.
Schwartz-Ziv e Weisbach (2013)	Avaliaram o papel dos Conselhos, a partir de áudios de reuniões do Conselho de empresas controladas pelo governo israelense. Identificaram que os Conselhos dedicam a maior parte de seu tempo a atividades de Supervisão.
Jermias e Gani (2014)	Avaliaram a competência dos conselheiros externos. Apontam que quadros com membros competentes podem melhorar o performance da empresa e inibir o comportamento oportunístico do CEO.

Fonte: elaborado pelo autor

Na mesma linha, Boone *et al.* (2007) afirmam que as empresas com maior número de segmentos operacionais (diversificação de atividades) podem se beneficiar de Conselhos de Administração maiores. Essas premissas são fundadas na maior necessidade de aconselhamento que firmas tidas como mais complexas podem exigir, o que deveria fortalecer a atuação do Conselho.

Além disso, Linck, Netter e Yang (2008) explicam que os Conselhos tendem a ter mais membros independentes se os membros internos podem ter maiores chances de auferir benefícios particulares e quando o CEO tem grande influência sobre o Conselho.

Os Conselhos eventualmente delegam parte de suas funções a certos comitês. Embora essa divisão possa gerar assimetria informacional entre os conselheiros, seu uso adequado pode mitigar problemas de comunicação, coordenação e “carona”, que tendem a ocorrer em empresas com Conselhos maiores e/ou naquelas com maior número de diretores externos (REEB, UPADHYAY, 2010).

Além disso, Anderson, Mansi e Reeb (2004) identificaram uma relação inversamente proporcional entre o tamanho dos Conselhos de Administração e Comitês de Auditoria contra o custo do capital de terceiros, sugerindo que quanto maior forem estas estruturas, menores serão os custos da dívida e que elas efetivamente desempenham maior esforço de

monitoramento do processo contábil, suportando a ideia de que Conselhos maiores podem aumentar a credibilidade da empresa perante o mercado. Ainda, Adams e Ferreira (2007) sugerem que o Comitê de Auditoria pode se constituir como uma variante da atividade supervisória do CA.

3 MÉTODO DE PESQUISA

O estudo está dividido em duas partes: a identificação do Papel, via Análise de Conteúdo das Atas, e as relações Papel-Determinantes, via análise quantitativa.

Os documentos e demais dados necessários foram obtidos nos sítios das próprias empresas e da Comissão de Valores Mobiliários durante o segundo semestre de 2014. Foram coletadas todas as atas divulgadas referentes ao período 2010 a 2013, além dos dados anuais presentes nos Formulários de Referência do mesmo intervalo de tempo.

3.1 Caracterização da análise de conteúdo para verificação do Papel desempenhado

A pesquisa documental consistiu na avaliação de documentos oficiais das empresas, notoriamente Atas de Reuniões dos Conselhos de Administração (ARCA) e Formulários de Referência.

Para a determinação da amostra considerou-se o conjunto das empresas continuamente listadas no segmento de listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2013. Dentre estas, foram eliminadas as que apresentaram insuficiência de dados, quer por não apresentação de atas ou de Formulários de Referências, restando 108 das 131 firmas listadas.

A técnica utilizada para avaliar o Papel dos Conselhos foi a análise de conteúdo, adaptado da proposta de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), conforme exposto no Apêndice. Esses autores trataram de GBC (empresas controladas pelo governo) Israelenses, tentando identificar se os papéis gerencial ou de supervisão predominavam nos Conselhos de Administração dessas empresas.

Os procedimentos adotados para a Análise de Conteúdo são a segregação das informações dispostas nas atas da seguinte forma:

i. Informações Gerais: foram coletados em cada ata os seguintes dados: nome da firma e data da reunião.

ii. Tópicos Agregadores: cada tópico discutido ou decisão tomada na reunião foi codificada em um dos seguintes tópicos: Auditoria e Contratos; Questões de Negócios; Questões Financeiras; Questões Formais; e Pessoal e Benefícios.

iii. Tópicos de Assuntos: os cinco Tópicos Agregadores foram subdivididos em 23 Tópicos de Assuntos, que estão listados e descritos no Apêndice e cada decisão foi elencada a um deles.

iv. Papel: todos os Tópicos de Assunto são divididos de acordo com sua natureza – supervisória ou gerencial. Essa divisão está demonstrada no Apêndice.

Essas informações foram tabuladas por ano e quantificadas, de forma a tornar possível o estabelecimento de predominâncias quanto ao tipo e à natureza das decisões elencadas. Foram realizados testes *t* de média para dados pareados, considerando a situação da empresa em cada ano, a fim de detectar se as médias das quantidades sofreram variações significativas com o passar do tempo. As hipóteses do referido teste são:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

$$H_a: \mu_1 \neq \mu_2$$

Para tanto, μ_1 e μ_2 sempre se referirão a variável de interesse em anos diferentes, sendo necessário testar as interações entre cada par de anos. A não rejeição da hipótese nula aponta a estabilidade entre as quantidades; enquanto sua rejeição, oscilações significativas.

3.2 Modelo Teórico

Para a proposição inicial de avaliação dos determinantes do Papel do Conselho nas firmas do Novo Mercado, tomou-se como variável dependente o Papel do Conselho, desenvolvido a partir da Análise de Conteúdo descrita no tópico 3.1.

No que se refere às variáveis independentes, os estudos sobre Conselhos têm propostos três variáveis – Tamanho, Independência e Dualidade do CEO, havendo uma atenção secundária para os órgãos subordinados e para a presença de um ex-CEO no CA.

A operacionalização das variáveis e a expectativa inicial estão expostas no Quadro 4.

Quadro 4 – Variáveis de Governança

Variável	Métrica	Referências	Sinal Esperado
Papel (binária)	Análise de conteúdo conforme item 3.1. Será atribuído 1 caso haja predominância do Papel de Gerenciamento e 0, Supervisão.	Schwartz-Ziv e Weisbach (2013)	Var. dependente
Papel (Coeficiente)	Proporção de decisões de gerenciamento em relação ao total de decisões tomadas.	Não encontrada em outros estudos	Var. dependente
Tamanho	Logaritmo natural da quantidade absoluta de conselheiros	Boone <i>et al.</i> (2007) Coles, Daniel e Naveen (2008)	+

		Andrade <i>et al.</i> (2009)	
Independência	Quantidade de Conselheiros independentes, conforme declarado no Formulário de Referência	Coles, Daniel e Naveen (2008) Linck, Netter e Yang (2008)	-
Dualidade do CEO	1 caso haja a dualidade; ou 0 caso contrário	Linck, Netter e Yang (2008) Jermias e Gani (2014)	-
Ex-CEO	1 caso haja a presença de um ex-CEO na composição do CA; ou 0 caso contrário	Brickley, Coles e Jarrell (1997) Baldenius, Melumad e Meng (2014)	+
Conselho Fiscal	1 caso haja um Conselho Fiscal em atividade ou 0 caso contrário	Reeb e Upadhyay (2010)	+
Comitê de Auditoria	1 caso haja um Comitê de Auditoria em atividade ou 0 caso contrário	Anderson, Mansi e Reeb (2004) Reeb e Upadhyay (2010)	+

Fonte: elaboração própria

Considerando que o Tamanho está associado a firmas com maior necessidade de aconselhamento, espera-se que essa variável possa impactar positivamente na adoção do Papel Gerencial (BOONE *et al.*, 2007; COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008; ANDRADE *et al.*, 2009)

Conselhos mais independentes estão associados a atividades de monitoramento, devendo impactar na concentração de atividades de Supervisão (COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008; LINCK; NETTER; YANG, 2008).

Há indícios de que a influência do CEO possa levar o Conselho a adotar atividades de monitoramento, de forma que a atribuição gerencial seja concentrada no próprio CEO. A presença de um ex-CEO deve conferir ao Conselho um maior *status* para aconselhamento, incrementando a função Gerencial (BRICKLEY; COLES; JARRELL, 1997; BALDENIUS; MELUMAD; MENG, 2014).

A inserção das variáveis Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria deve-se ao fato de serem órgãos especializados constituídos pelo Conselho de Administração e que adquirem poderes por delegação. Nesse sentido, conforme Anderson, Mansi e Reeb (2004), se o CA transmite a supervisão do processo contábil a uma estrutura subordinada, a exemplo do Comitê de Auditoria, é possível que decisões relevantes sobre o tópico não estejam sendo efetivamente discutidas nas reuniões dos Conselhos.

3.3 Modelos para avaliação do Papel exercido pelos Conselhos de Administração

Tratando-se de um estudo exploratório, considerou-se duas formas de avaliar os determinantes do Papel do Conselho: utilização de variáveis dependentes categóricas e coeficiente calculado por proporção de decisões gerenciais.

3.3.1 Regressão Logística

A Regressão Logística foi considerada para avaliar as probabilidades de adoção de um ou outro Papel, em função das variáveis típicas de governança. Nesse caso, generalizou-se a variável dependente Papel (binária) como sendo de supervisão ou gerenciamento. A Equação 1 apresenta o modelo proposto, que foi usado com estimação robusta de variância, para contornar problemas de heterocedasticidade.

$$\ln\left(\frac{\pi}{1-\pi}\right) = \beta_0 + \beta_1\text{Tamanho} + \beta_2\text{Independência} + \beta_3\text{Dualidade do CEO} + \beta_4\text{Ex-CEO} + \beta_5\text{Conselho Fiscal} + \beta_6\text{Comitê de Auditoria} + \beta_7\text{Treze (dummy)} + \beta_8\text{Doze (dummy)} + \beta_9\text{Onze (Dummy)} + \varepsilon \quad (\text{eq. 1})$$

Onde: Papel (binária): 1 caso haja predominância do Papel de Gerenciamento e 0, Supervisão; Tamanho: Logaritmo natural da quantidade absoluta de conselheiros; Independência: Quantidade de conselheiros independentes; Dualidade do CEO: 1 caso haja a dualidade, ou 0 caso contrário; Ex-CEO: 1 caso haja a presença de um ex-CEO na composição do CA, ou 0 caso contrário; Conselho Fiscal: 1 caso haja um Conselho Fiscal em atividade, ou 0 caso contrário; Comitê de Auditoria: 1 caso haja um Comitê de Auditoria em atividade, ou 0 caso contrário; Treze, doze e onze são *dummies* que indicam o ano.

Além disso, a fim de verificar o atendimento aos pressupostos da Regressão Logística, foram conduzidas a Análise das Correlações (Tabela 1) e o Diagnóstico de Multicolineariedade (Tabela 2).

Tabela 1 – Correlação – Kendall's Tau

Variável	Papel (binária)	Tamanho	Independência	Dualidade do CEO	Ex-CEO	Conselho Fiscal	Comitê Auditoria
Papel (binária)	1,000						
Tamanho	0,013	1,000					
Independência	0,043	-0,005	1,000				
Dualidade do CEO	0,170***	-0,008	-0,058	1,000			
Ex-CEO	0,101*	0,007	-0,244***	0,135**	1,000		
Conselho Fiscal	0,039	0,134**	-0,047	-0,008	-0,081	1,000	
Comitê Auditoria	0,026	0,350***	-0,193***	0,026	0,181***	0,234***	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor. Nota: 0 ‘***’ 0,001 ‘**’ 0,01 ‘*’ 0,05 ‘.’ 0,1 ‘ ’ 1.

De acordo com a Tabela 1, não há qualquer correlação seja simultaneamente significativa e forte. A escolha do Kendall’s Tau foi motivada pela presença de diversas variáveis binárias no modelo. Depreende-se que firmas com maior número de Conselheiros tendem a ter mais estruturas subordinadas (Conselhos Fiscais e Comitês de Auditoria) e que a presença de Ex-CEOs e de Comitês de Auditoria instalados tendem a estar associadas a menos conselheiros independentes.

A Tabela 2 trata do Diagnóstico de Multicolineariedade do modelo.

Tabela 2 – Diagnóstico de Multicolineariedade

Variável	VIF	Tolerância
Papel (binária)	1,050	0,954
Tamanho	1,380	0,723
Independência	1,250	0,802
Dualidade do CEO	1,120	0,893
Ex-CEO	1,050	0,954
Conselho Fiscal	1,130	0,883
Comitê de Auditoria	1,100	0,909

Fonte: Elaborado pelo autor.

Coerentemente às correlações apresentadas, não há variáveis com VIF superior a 5,000, de forma que não há indícios de multicolineariedade. Na análise do modelo, foi considerado o teste de Wald, para avaliar a probabilidade de todas os coeficientes β serem simultaneamente iguais a zero, segundo as hipóteses:

H_0 : Os coeficientes β das variáveis usadas na regressão são simultaneamente iguais a zero.

H_a : Os coeficientes β das variáveis usadas na regressão são simultaneamente diferentes de zero.

Além disso, o teste de Hosmer-Lemeshow foi utilizado para avaliar o *goodness-of-fit* do modelo, a fim de verificar se ele possui um bom ajustamento aos dados utilizados. Para esse teste são definidas as seguintes hipóteses:

H_0 – o modelo apresenta um bom ajustamento.

H_a – o modelo não apresenta um bom ajustamento.

A variável Papel (binária) foi constituída a partir da classificação de uma proporção de decisões, de forma que sua interpretação é em função da dominância de um Papel sobre o outro, não constituindo eventos perfeitamente disjuntos, o que interfere no pressuposto imposto pela Regressão Logística de complementaridade das probabilidades.

3.3.2 Regressão Beta

Considerando as características não excludentes dos papéis exercidos pelos CA, modelou-se uma análise de Regressão Beta a partir da variável dependente expressa na forma de proporção.

A Regressão Beta foi proposta por Ferrari e Cribari-Neto (2004), como forma de contornar a dificuldade de se trabalhar com taxas e proporções por estas poderem estar naturalmente restritas a um intervalo, sem que sejam de fato truncadas ou censuradas. A densidade beta é descrita na equação 1.

$$\pi(y; p, q) = \frac{\Gamma(p + q)}{\Gamma(p)\Gamma(q)} y^{p-1}(1 - y)^{q-1}, 0 < y < 1 \quad (\text{eq. 1})$$

Onde: y é a variável dependente continuamente definida em $0 < y < 1$, $p > 0$, $q > 0$ e $\Gamma(\cdot)$ é a função gama.

A média e a variância de y são respectivamente apresentadas nas equações 2 e 3.

$$E(Y) = \frac{p}{p + q} \quad (\text{eq. 2})$$

$$\text{Var}(Y) = \frac{pq}{(p + q)^2(p + q + 1)} \quad (\text{eq. 3})$$

Ferrari and Cribari-Neto (2004) propuseram as substituições $\mu = p/(p + q)$, $\phi = p + q$ e $V(\mu) = \mu(1 - \mu)$, de forma que $E(Y) = \mu$ e $\text{Var}(Y) = V(\mu) / (1 + \phi)$. Essa nova parametrização gera a equação 4.

$$f(y; \mu, \phi) = \frac{\Gamma(\phi)}{\Gamma(\mu\phi)\Gamma((1 - \mu)\phi)} y^{\mu\phi-1}(1 - y)^{(1-\mu)\phi-1}, 0 < y < 1 \quad (\text{eq. 4})$$

Com essa nova parametrização, pode-se usar $Y \sim B(\mu, \phi)$, tendo o ϕ o papel de parâmetro de precisão. Sendo y_1, \dots, y_n variáveis aleatórias independentes, onde cada y_t , $t = 1, \dots, n$ segue a densidade da equação 4 com média μ e precisão ϕ desconhecida, o modelo é obtido assumindo que a média de y_t pode ser escrita conforme a equação 5:

$$g(\mu_t) = \sum_{i=1}^k x_{ti} \beta_i = \eta_t \quad (\text{eq. 5})$$

onde $\beta = (\beta_1, \dots, \beta_k)^T$ é um vetor de parâmetros desconhecidos para a regressão ($\beta \in \mathbb{R}^k$) e x_{t1}, \dots, x_{tk} são observações em k covariáveis ($k < n$), que presume-se fixas e conhecidas. Por fim, $g(\cdot)$ é a estritamente monotônica e duplamente diferenciável função de ligação que mapeia $(0, 1)$ em \mathbb{R} .

A função logit de ligação está exposta na equação 6, eleita para o presente estudo.

$$g(\mu) = \log\left\{\frac{\mu}{1-\mu}\right\} \quad (\text{eq. 6})$$

O log-likelihood está descrito na equação 7.

$$l(\beta, \phi) = \sum_{t=1}^n l_t(\mu_t, \phi) \quad (\text{eq. 7})$$

onde: $l_t(\mu_t, \phi) = \log \Gamma(\phi) - \log \Gamma(\mu_t \phi) - \log \Gamma((1 - \mu_t)\phi) + ((\mu_t \phi - 1) \log y_t + \{(1 - \mu_t)\phi - 1\} \log(1 - y_t))$

Por meio da diferenciação da função de log-likelihood (equação 7) em razão dos parâmetros, obtém-se a função score, dada por $(U_\beta(\beta, \phi)^T, U_\phi(\beta, \phi)^T)$, em decorrência das equações 8 e 9.

$$U_\beta(\beta, \phi) = \phi X^T T (y^* - \mu^*) \quad (\text{eq. 8})$$

Sendo X uma matriz $n \times k$, cuja t -ésima linha é x_t^T , $T = \text{diag} \{1/g'(\mu_1) \dots, 1/g'(\mu_n)\}$ e $y^* = (y_1^*, \dots, y_n^*)^T$ e $\mu^* = (\mu_1^*, \dots, \mu_n^*)^T$ e

$$U_\phi(\beta, \phi) = \sum_{t=1}^n \{\mu_t (y_t^* - \mu_t^*) + \log(1 - y_t) - \varphi((1 - \mu_t)\phi) + \phi(\phi)\} \quad (\text{eq. 9})$$

Os estimadores de Máxima Verossimilhança de β e ϕ são obtidos a partir das equações $U_\beta(\beta, \phi) = 0$ e $U_\phi(\beta, \phi) = 0$.

A Regressão Beta é recomendada por sua facilidade em modelar taxas e proporções, em função de sua flexibilidade e da diversidade de formatos que podem ser assumidos por sua curva de densidade, possuindo como requisitos o fato de a variável dependente estar definida

continuamente no intervalo (0 ; 1) e seguir uma distribuição beta (FERRARI; CRIBARI-NETO, 2004).

Esse modelo de regressão, que se assemelha aos generalizados, não sofre problemas relacionados a heterocedasticidade e assimetria e tem interpretação mais simples do que alternativas propostas para a transformação desse tipo de variável de forma a se enquadrarem nas regressões lineares convencionais (FERRARI; CRIBARI-NETO, 2004).

Nos casos em que a proporção estivesse fora do intervalo, por assumir um dos valores extremos, foi utilizada a transformação presente na equação 10, sugerida por Cribari-Neto e Zeileis (2009).

$$y' = \frac{y \cdot (n - 1) + 0,5}{n} \quad (\text{eq. 10})$$

A transformação foi aplicada a apenas 3 observações, de forma que os efeitos da mudança de variável foram pequenos. A regressão proposta está declarada na equação 11.

$$\begin{aligned} \text{Papel (coef)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Tamanho} + \beta_2 \text{Independência} + \beta_3 \text{Dualidade do CEO} \\ & + \beta_4 \text{Ex - CEO} + \beta_5 \text{Conselho Fiscal} + \beta_6 \text{Comitê de Auditoria} + \beta_7 \text{Treze (dummy)} + \\ & \beta_8 \text{Doze (dummy)} + \beta_9 \text{Onze (Dummy)} + \varepsilon \end{aligned} \quad (\text{eq. 11})$$

Onde: Papel (coef): Proporção de decisões de gerenciamento; Tamanho: Logaritmo natural da quantidade absoluta de conselheiros; Independência: Quantidade de conselheiros independentes; Dualidade do CEO: 1 caso haja a dualidade, ou 0 caso contrário; Ex-CEO: 1 caso haja a presença de um ex-CEO na composição do CA, ou 0 caso contrário; Conselho Fiscal: 1 caso haja um Conselho Fiscal em atividade, ou 0 caso contrário; Comitê de Auditoria: 1 caso haja um Comitê de Auditoria em atividade, ou 0 caso contrário; Treze, doze e onze são *dummies* que indicam o ano.

O estimador utilizado foi o de Máxima Verossimilhança, com uma função de ligação *logit*, que permite uma comparação direta com a Regressão Logística. Como medidas de avaliação do modelo, foram usados o teste de Wald, com a hipótese nula de todos os parâmetros estimados serem simultaneamente iguais a zero; e o *z value* do coeficiente Phi, que pode ser assim disposto:

H₀: O modelo é impreciso em relação a função de ligação escolhida.

H_a: O modelo tem adequada precisão em relação a função de ligação escolhida.

Após a estimação dos parâmetros, o gráfico de resíduos contra o índice de observações foi plotado; conforme Ferrari e Cribari-Neto (2004), espera-se que tal figura não exiba padrões detectáveis, sob pena de má especificação do modelo.

As duas regressões foram tratadas na forma *pooled*, com variáveis *dummy* por ano, havendo o mesmo número de observações (108) em todos os anos.

3.4 Descrição dos dados

Os dados evidenciam a predominância de sete membros no conselho de administração. A atual regra para composição do Conselho no Novo Mercado requer que eles possuam pelo menos 5 membros, de forma que as firmas estão excedendo o mínimo exigido pelo segmento de listagem e incorporando mais Conselheiros a seus quadros.

Além disso, é possível verificar que essa quantidade permaneceu estável ao longo dos anos (moda; mediana), apresentando pequenas diferenças nas médias e atende ao que Jensen (1993) propõe como limite para a classificação como “quantidade exagerada” (7 a 8 membros) e considera indesejável.

No quesito Independência, nota-se leve tendência ao aumento de conselheiros declaradamente independentes. Contudo, a variabilidade mostra-se expressiva, sugerindo que as empresas não adotam um número padrão.

Tabela 3 – Descrição dos Dados 2010 a 2013

	Ano	Papel (binária)	Papel (coef.)	Tamanho	Independência	Dualidade do CEO	Ex-CEO	Conselho Fiscal	Comitê Auditoria
Média	2013	0,537	0,535	7,435	2,630	0,167	0,167	0,620	0,463
	2012	0,472	0,533	7,685	2,769	0,231	0,139	0,602	0,435
	2011	0,565	0,532	7,435	2,352	0,250	0,120	0,519	0,407
	2010	0,620	0,546	7,370	1,880	0,278	0,093	0,491	0,380
Desvio-Padrão	2013	0,501	0,131	1,881	1,330				
	2012	0,502	0,138	2,081	1,754				
	2011	0,498	0,149	1,968	1,549				
	2010	0,488	0,166	1,989	1,599				
Mediana	2013	1,000	0,540	7,000	3,000				
	2012	0,000	0,500	7,000	2,500				
	2011	1,000	0,528	7,000	2,000				
	2010	1,000	0,571	7,000	2,000				
Moda	2013	1,000	0,500	7,000	3,000				
	2012	0,000	0,500	7,000	2,000				
	2011	1,000	0,500	7,000	2,000				
	2010	1,000	0,667	7,000	2,000				

Fonte: Elaborado pelo autor.

O expressivo declínio da variável Dualidade do CEO é devido às normas do Novo Mercado, que implicam na vedação a acumulação de cargos entre o Presidente do Conselho e o Diretor Presidente ou principal executivo da firma. A tendência natural para os próximos anos é que essa variável passe a ser zero. Ainda, a presença de ex-CEOs no Conselho tem aumentado, embora de maneira suave.

O Novo Mercado não possui exigências próprias quanto a existência de Conselho Fiscal ou Comitês auxiliares; ainda assim, a adesão a essas estruturas vem sendo ampliada. Apesar de o Conselho Fiscal poder ser não-permanente, os dados apontam que uma vez estabelecido, raramente é desfeito. Por situação similar passa o Comitê de Auditoria: após sua estruturação inicial, um órgão definitivo.

4 ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Conteúdo das Atas

As informações divulgadas nas atas informam sobre as atividades que os Conselhos têm desempenhado ao longo dos últimos anos. Enquanto a literatura normalmente apresenta modelos predominantemente gerenciais ou supervisórios, os dados sugerem que essa separação não ocorre de forma tão clara: ao contrário, os números médios não distam mais que 8%.

As Tabelas 4, 5 e 7 descrevem a proporção de determinado tipo de decisões tomadas por ano em relação ao total. A Tabela 6 demonstra os resultados dos testes de média t emparelhados entre os anos para os grupos de interesse, reportando o valor t encontrado e sendo calculados usando os dados de cada empresa em cada ano.

A Tabela 4 indica estabilidade, ao longo dos anos, entre os tipos de Papel.

Tabela 4 – Análise do conteúdo das atas em função do tipo de decisão

Tipo	2013	2012	2011	2010
Supervisão	46,60%	46,54%	48,77%	46,02%
Gerenciamento	53,40%	53,46%	51,23%	53,98%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Esse resultado diverge dos achados de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), que, analisando 11 das 34 GBC israelenses, relataram uma proporção 2:1 de decisões de supervisão em relação às gerenciais, demonstrando, para a amostra por eles estudada, maior desigualdade em relação a quantidade de decisões que as empresas do Novo Mercado brasileiro. De acordo com a Tabela 5, é evidente que Questões Financeiras predominam nas reuniões, sendo os assuntos menos abordados aqueles da área de Auditoria e Contratos.

Tabela 5 – Análise do Conteúdo das Atas por Agregador

Agregador	2013	2012	2011	2010
Auditoria e Contratos	6,91%	7,75%	7,50%	6,26%
Questões de Negócios	16,52%	16,68%	15,23%	17,16%
Questões Financeiras	39,81%	39,79%	39,42%	38,20%
Questões Formais	21,60%	20,85%	22,11%	21,20%
Pessoal e Benefícios	15,16%	14,93%	15,74%	17,19%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Novamente, um resultado bastante divergente do relatado por Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), que apontaram como principal área a de Auditoria e Contratos, seguida de Questões de Negócios, Questões Financeiras, Questões Formais e, por último, Pessoal e Benefícios. É possível que essa discrepância seja influenciada pelo fato de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) terem analisado apenas firmas controladas por um ente público, enquanto a listagem aqui apresentada seja essencialmente de natureza privada.

A Tabela 6 dispõe o resultado dos testes de média para a proporção do papel gerencial e para as quantidades associadas a cada tópico agregador.

Tabela 6 – Teste de média t para dados pareados

Ano (1)	Ano (2)	Papel (coef.)	Auditoria e Contratos	Questões de Negócios	Questões Financeiras	Questões Formais	Pessoal e benefícios
2013	2012	0,190	-1,188	-0,304	-0,285	0,285	0,000
2013	2011	0,263	-0,487	1,025	0,610	0,015	-0,130
2013	2010	-0,693	1,319	-0,068	1,201	0,477	-0,807
2012	2011	0,102	0,493	1,423	0,833	-0,270	-0,155
2012	2010	-0,792	1,890	0,111	1,277	0,289	-0,906
2011	2010	-0,941	2,050*	-1,144	0,723	0,659	-0,934

Fonte: Elaborado pelo autor. Nota: Os escores críticos para o teste bicaudal são: 1,980 (0,025, *) e 2,617 (0,005, **).

Em relação ao Papel do Conselho, a Tabela 6 sugere que não é possível rejeitar a hipótese nula de que as diferenças entre as médias sejam iguais a zero, em qualquer conjunção de anos, reforçando a premissa de estabilidade entre as proporções de gerenciamento.

Entre os Agregadores, a única diferença significativa foi entre os anos 2010 e 2011 para o tópico Auditoria e Contratos, implicando um acréscimo relevante nesse ponto. A ausência de diferenças estatísticas de médias em todos os demais tópicos sugere um perfil estável para as decisões.

Coerentemente, conforme a Tabela 7, os principais tópicos discutidos são os que tratam de Investimentos e Finanças, havendo destaque para Relatórios Financeiros. Muitas das questões apresentadas concernem a possibilidade de Incorporação de Companhias ou a simples aquisição de participação acionária, além das periódicas análises de Relatórios Trimestrais e Demonstrações Financeiras Padronizadas.

Tabela 7 – Análise do Conteúdo das Atas por Tópico

Tópicos – Assuntos	2013	2012	2011	2010
Indicar/Demitir um executivo	7,38%	7,04%	6,61%	7,40%
Indicação de membros	5,89%	4,72%	4,46%	4,25%
Auditoria	1,45%	1,77%	2,17%	1,35%
Orçamento	2,29%	2,23%	2,17%	1,71%
Questões de negócios	1,60%	2,09%	1,55%	1,23%
Contratos e compras	5,05%	5,84%	5,21%	4,76%
Questões inter-companhias	6,39%	5,61%	6,19%	8,47%
Relatórios financeiros	11,41%	11,56%	11,13%	10,15%
Questões formais	15,10%	15,62%	16,93%	16,38%
Investimentos e finanças	26,05%	25,97%	26,06%	26,35%
Questões gerais em andamento	2,09%	2,63%	2,47%	2,69%
Mudanças organizacionais	1,31%	1,74%	1,55%	1,50%
Pessoal e benefícios	6,13%	5,98%	7,53%	8,17%
Questões estratégicas	5,05%	5,55%	3,84%	3,86%
Outros	2,82%	1,66%	2,14%	1,74%
Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: Elaborado pelo autor.

No estudo de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), as principais áreas com destaque individual foram Pessoal e benefícios (14,03%), Contratos e compras (12,97%) e Auditoria (11,10%). Consistentemente com a premissa de essa diferença ser motivada pela influência de órgãos governamentais, das 174 decisões de Contratos e Compras relatadas em 2013, 105 (3,05% do total) foram da Companhia de Saneamento de Minas Gerais, cujo acionista controlador é o Estado de Minas Gerais.

As discussões sobre Questões Estratégicas e Orçamento são as que vem ganhando mais espaço nas reuniões, embora ainda representem uma parcela pequena do todo; por outro lado, o tópico Pessoal e benefícios tem sido reduzido, o que pode sinalizar uma diminuição nos debates sobre Planos de Opções, que era um dos principais pontos de discussão desse tópico.

4.2 Análise dos Modelos

A Tabela 8 apresenta os resultados da Regressão Logística e da Regressão Beta. No âmbito da Regressão Logística, o teste de Hosmer-Lemeshow indica que o modelo possui um bom ajustamento aos dados utilizados, enquanto a rejeição da hipótese nula no teste de Wald aponta que pode ser aceito, porquanto os parâmetros estimados não são simultaneamente iguais a zero.

A Regressão Beta também é, a princípio, validada. A rejeição das hipóteses nulas dos testes de Wald e do Coeficiente Phi indicam, respectivamente, que os parâmetros estimados

não são simultaneamente iguais a zero e que a função de ligação (*logit*) utilizada pode ser considerada adequada. Adicionalmente, a Figura 1 apresenta a plotagem dos resíduos de Pearson dessa regressão contra o índice de observações.

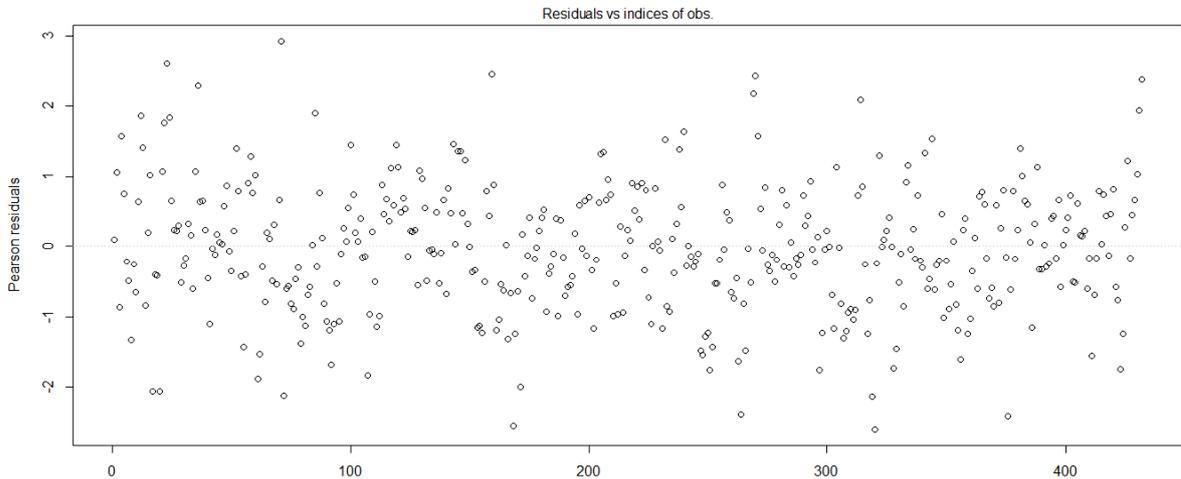


Figura 1 – Resíduos de Pearson x Índice de observações
Fonte: elaboração própria

A Figura 1 sugere, em função da não revelação de um padrão claro, que o modelo não padece de problemas de má especificação de variáveis.

Na tabela 8, os resultados são convergentes: em ambas as regressões, Ex-CEO e Conselho Fiscal foram as únicas as variáveis de governança estatisticamente significativas, além de apresentarem o mesmo sinal em cada modelo.

Tabela 8 – Comparação entre modelos

Variável	Regressão Logística		Regressão Beta	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Constante	-0,367	0,795	0,396	0,252
Tamanho	0,117	0,420	-0,199	0,134
Independência	0,335	0,070	0,030	0,022
Dualidade do CEO	1,178	0,263	-0,018	0,081
Ex-CEO	0,497**	0,342	0,285**	0,094
Conselho Fiscal	0,258**	0,210	0,178**	0,066
Comitê Auditoria	-0,572	0,211	0,106	0,066
Treze (dummy)	-0,831 .	0,296	-0,152	0,090
Doze (dummy)	-0,333**	0,294	-0,133	0,090
Onze (dummy)	0,491	0,290	-0,035	0,088
Wald: 0,0016		Wald: 0,0054		
Hosmer-Lemeshow: 0,7715		Coeficiente Phi (prob): 0,000		

Fonte: Elaborado pelo autor. Nota: 0 '****' 0,001 '**' 0,01 '*' 0,05 '.' 0,1 ' ' 1.

Os resultados sugerem que a presença de um ex-CEO no CA e que a existência de um Conselho Fiscal podem ser sinalizadores da adoção do Papel Gerencial, mostrando indícios de que: a) a presença de um ex-CEO deve fortalecer a capacidade do Conselho de Administração para o gerenciamento da companhia, por *expertise* na área de atuação, experiência na própria firma e relativa autoridade em relação a seu sucessor; e b) a delegação de atividades a estruturas auxiliares com fins de fiscalização deveria permitir ao Conselho de Administração maior dedicação a atribuições gerenciais.

A presença do ex-CEO se apresentou como relevante na determinação do Papel Gerencial, coincidente com as proposições teóricas de Brickley, Coles e Jarrell (1997) e Baldenius, Melumad e Meng (2014), pela tendência a dedicação a atividades dessa natureza, considerando que eram relacionadas ao cargo anteriormente executado, lhe sendo típicas.

O Conselho Fiscal em atividade apresentou-se como estatisticamente significativo, sugerindo que, de fato, algumas atribuições de supervisão do Conselho estão sendo transferidas para esta estrutura auxiliar. Os resultados de Reeb e Upadhyay (2010) possuem certo contraste, uma vez que apontam que a existência de comitês está positivamente relacionada ao tamanho e a independência do Conselho – ambas rejeitadas para a explicação do Papel do Conselho.

Contrariando a expectativa inicial, baseada nos direcionamentos de Coles, Daniel e Naveen (2008) e Andrade *et al.* (2009), o Tamanho não se mostrou significativo, indicando que a adição de membros não está se relacionando a maior atividade de gerenciamento. Por outro lado, Yermack (1996), seguindo a linha de Jensen (1993), sugere que Conselhos maiores podem ter comunicação fraca e pouca habilidade decisória.

Esperava-se que a variável Independência incrementasse a atividade de supervisão, embora o resultado a aponte como não significativa, o que converge parcialmente ao reportado por Linck, Netter e Yang (2008) e Andrade *et al.* (2009), que informam que esse atributo não possui relação significativa com o desempenho empresarial.

Além disso, infere-se, segundo os trabalhos de Song e Thakor (2006) e Adams e Ferreira (2007), que a atividade dos Conselheiros independentes possa estar sendo prejudicada por sua dependência em relação ao CEO, que pode estar deixando de disponibilizar informação suficiente e adequada, com receio de um monitoramento efetivo que interfira em suas decisões.

Com a considerável diminuição do efetivo acúmulo dos cargos de Diretor Presidente e Presidente do CA, a não-significância da variável Dualidade do CEO não é particularmente

surpreendente, sugerindo que essa característica, na prática, já não possui uma influência sistemática na determinação do Papel.

A presença de um Comitê de Auditoria não se mostrou significativo, embora fosse esperado que fortalecesse a atividade de gerenciamento, conforme relatado por Anderson, Mansi e Reeb (2004), cuja principal motivação estava baseada na análise feita por credores, que possuíam interesse em perceber uma melhor qualidade de produção de informação financeira; no caso, operando o Comitê de Auditoria, preferencialmente composto por membros independentes, em favor da asseguuração da qualidade.

A divergência pode derivar de uma menor credibilidade atribuída a essa estrutura no sistema de governança brasileiro. Ainda, a análise das ARCA revela que tópicos relativos a Auditoria e Contratos estão entre os menos discutidos, de forma que seria razoável esperar maior destaque para Comitês de Auditoria, o que não se confirmou nas regressões.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do trabalho foi investigar quais variáveis determinam a adoção do papel predominantemente desempenhado pelos Conselhos de Administração de empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

A primeira atividade realizada foi a determinação destes papéis, através de uma análise de conteúdo adaptada do método de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), tendo sido identificado que a maioria das discussões estava consistentemente, ao longo de quatro anos, relacionada a tópicos de natureza Gerencial. Os testes de média realizados confirmaram a estabilidade das proporções.

Ficou evidente que a atenção dos Conselhos está voltada principalmente para Questões Financeiras, sendo os tópicos mais recorrentes os que se relacionam a área de Investimento e Finanças (1º lugar), como procedimentos de fusões e aquisições, oferta de ações e remuneração de acionistas; havendo destaque para os debates sobre Relatórios Financeiros (3º lugar), o que ratifica a premissa de Anderson, Mansi e Reeb, 2004, que sugere ser essa uma de suas principais atividades.

A análise dos determinantes da adoção foi realizada por meio de Regressão Logística e Regressão Beta, tendo as duas apresentado resultados convergentes. Como principais constatações, verificou-se que as variáveis relacionadas a adoção da atividade gerencial são a presença de um ex-CEO no Conselho e a existência de um Conselho Fiscal instalado, justificando-se o primeiro pela contribuição em termos de autoridade, *expertise* e capacidade de aconselhamento em assuntos relevantes e a segunda por delegação de atividades de natureza supervisória a estrutura auxiliar.

A existência dessas duas características contribui positivamente para a chance de um Conselho apresentar atividades predominantemente gerenciais, sendo sugerido que a presença do ex-CEO é frequentemente mais relevante na determinação desse Papel que o Conselho Fiscal instalado.

Como principal limitação, tem-se que a avaliação partiu de decisões reportadas, de forma que tópicos discricionariamente omitidos pela empresa podem impactar na análise.

Além disso, o presente estudo é de natureza exploratória para a relação Papel-Determinantes, de forma que há pouca ou nenhuma contribuição empírica prévia para adequada comparação de resultados, ficando os resultados restritos a presente análise ou reportando dados de estudos que apenas tangenciaram a questão em pauta.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, R.; FERREIRA, D. A theory of friendly boards. **The Journal of Finance**, v. LXII, n. 1, p. 217-250, 2007.
- ALMAZAN, A.; SUAREZ, J. Entrenchment and severance pay in optimal governance structures. **Journal of Finance**, v. LVIII, n. 2, p. 519-547, 2003.
- ANDERSON, R.; MANSI, S.; REEB, D. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 315-342, 2004.
- ANDRADE, L.; SALAZAR, G.; CALEGÁRIO, C.; SILVA, S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.
- BALDENIUS, T.; MELUMAD, N.; MENG, X. Board composition and CEO power. **Journal of Financial Economics**, v. 112, n. 1, p. 53-68, 2014.
- BEBCHUK, L.; WEISBACH, M. The State of Corporate Governance Research. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.
- BOONE, A.; FIELD, L.; KARPOFF, J.; RAHEJA, C. The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 85, n. 1, p. 66-101, 2007.
- BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial** [da República Federativa do Brasil], Brasília, DF, 17 dez. 1976.
- BRICKLEY, J.; COLES, J.; JARRELL, G. Leadership structure: separating the CEO and Chairman of the Board. **Journal of Corporate Finance**, v. 3, n. 3, p. 189-220, 1997.
- CHENG, S. Board size and the variability of corporate performance. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 157-176, 2008.
- CHEUNG, Y.; CHUNG, C.; TAN, W.; WANG, W. Connected board of directors: A blessing or a curse? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 8, p. 3227-3242, 2013.
- COLES, J.; DANIEL, N.; NAVEEN, L. Boards: does one size fit all? **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 2, p. 329-356, 2008.
- CORREIA, L.; AMARAL, H.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 22, n. 45, p. 45-63, 2011.
- COSTA, D.; AZEVEDO, P.; CHADDAD, F. Determinantes da separação entre propriedade e gestão nas cooperativas agropecuárias brasileiras. **Revista de Administração**, v. 47, n. 4, p. 581-595, 2012.

CRIBARI-NETO, F.; ZEILEIS, A. Beta Regression in R. **Report 98**, Department of Statistics and Mathematics, WU Wirtschaftsuniversität Wien, Research Report Series, 2009. Disponível em: < <http://epub.wu.ac.at/726/> >. Acesso em: 3 jan. 2015.

DAHYAA, J.; DIMITROV, O.; MCCONNELL, J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 73-100, 2008.

FERRARI, S.; CRIBARI-NETO, F. Beta Regression for Modelling Rates and Proportions. **Journal of Applied Statistics**, v. 31, n. 7, p. 799-815, 2004.

FLORACKIS, C.; KOSTAKIS, A.; OZKAN, A. Managerial ownership and performance. **Journal of Business Research**, v. 62, n. 12, p. 1350-1357, 2009.

FURUTA, F.; SANTOS, A. Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 53, p. 1-23, 2010.

GUEST, P. The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 1, p. 51-72, 2008.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. **The American Economic Review**, v. 88, n. 1, p. 96-118, 1998.

_____. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. FRBNY **Economic Policy Review**, 2003.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, jul.p. 831-880, 1993.

JERMIAS, J.; GANI, L. The impact of board capital and board characteristics on firm performance. **The British Accounting Review**, v. 46, n. 2, p. 135-153, 2014.

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

MADALOZZO, R. CEOs e Composição do Conselho de Administração: a Falta de Identificação Pode Ser Motivo para Existência de Teto de Vidro para Mulheres no Brasil? **RAC**, v. 15, n. 1, p. 126-137, 2011.

MACE, M. The Changing Role of Directors in the 1970s. **The Business Lawyer**, v. 31, n. 2, p. 1207-1213, 1976.

MARTINS, H.; RODRIGUES, S. Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. **RAE**, ed. especial, p. 23-35, 2005.

MOURA, G.; BEUREN, I. Conselho de Administração das Empresas de Governança Corporativa Listadas na BM&FBOVESPA: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. **Revista de Ciências da Administração**, v. 13, n. 29, p. 11-37, 2011.

REEB, D.; UPADHYAY, A. Subordinate board structures. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 4, p. 469-486, 2010.

SCHWARTZ-ZIV, M.; WEISBACH, M. What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. **Journal of Financial Economics**, v. 108, n. 2, p. 349-366, 2013.

SILVEIRA, A.; BARROS, L.; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SONG, F.; THAKOR, A. Information control, career concerns and corporate governance. **The Journal of Finance**, v. LXI, n. 4, p. 1845-1896, 2006.

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

APÊNDICE

Tópico de Assunto	Definição	Natureza	Tópicos Agregadores
Indicar ou demitir um executivo	A definição de <i>executivo</i> inclui o CEO, demais diretores e seus auxiliares	Gerenciamento	Pessoal e benefícios
Indicação de membros	Para o Conselho ou Comitês, inclusive de subsidiárias	Supervisão	Questões formais
Aprovação de atas de encontros anteriores	Aprovação formal de atas anteriores	Supervisão	Questões formais
Auditoria	Avaliação e discussão de relatórios de auditoria e assuntos sobre auditoria pertinentes a firma	Supervisão	Auditoria e contratos
Orçamento	Atualização, mudanças sugeridas e projeções de orçamentos	Gerenciamento	Questões financeiras
Questões de negócios	Questões usuais de negócios.	Gerenciamento	Questões de negócios
Projeto de negócios	Dados acerca de projetos específicos da firma ou de suas subsidiárias	Gerenciamento	Questões de negócios
Contratos e compras	Contratos relativos a aquisição de materias primas, suprimentos, imóveis e serviços, como consultorias.	Supervisão	Auditoria e contratos
Questões inter-companhias	Questões relacionadas a outras firmas ligadas à principal, normalmente subsidiárias	Gerenciamento	Questões de negócios
Relatórios financeiros	Discussões sobre os relatórios financeiros e as premissas que os fundamentam	Supervisão	Questões financeiras
Questões formais	Questões que devem receber uma aprovação formal do Conselho, como a concessão de autoridade para assinar um contrato, relatórios financeiros ou representar a firma	Supervisão	Questões formais
Investimentos e finanças	Questões relativas ao dinheiro investido, emprestado de bancos ou do governo, ou levantado a partir de investidores institucionais ou no mercado de ações, inclusive distribuição de dividendos	Gerenciamento	Questões financeiras
Questões legais	Questões legais	Supervisão	Auditoria e contratos
Questões gerais em andamento	Questões em andamento na vida da empresa, incluindo atualizações sobre questões previamente discutidas sobre pelo Conselho ou pelo Comitê. Quando os assuntos foram discutidos detalhadamente, cada item foi codificado separadamente.	Gerenciamento	Questões de negócios
Mudanças Organizacionais	Mudanças estruturais na firma	Gerenciamento	Pessoal e Benefícios
Pessoal e Benefícios	Benefícios a empregados, problemas comportamentais entre empregados, mudanças no número total de empregados,	Supervisão	Pessoal e benefícios

	políticas gerais relativas a funcionários e questões relativas a compensação e benefícios recebidos pelos diretores		
Ratificação do Comitê de Auditoria	Decisão tomada por este Comitê brevemente apresentada ao Conselho somente para confirmação	Supervisão	Auditoria e contratos
Ratificação do Comitê Financeiro	Decisão tomada por este Comitê brevemente apresentada ao Conselho somente para confirmação	Supervisão	Questões financeiras
Ratificação do Comitê de Recursos Humanos	Decisão tomada por este Comitê brevemente apresentada ao Conselho somente para confirmação	Supervisão	Pessoal e benefícios
Ratificação do Comitê Operacional	Decisão tomada por este Comitê brevemente apresentada ao Conselho somente para confirmação	Supervisão	Questões de negócios
Regulação e Governo	Relações com o Governo, seja como regulador, acionista ou em qualquer outro aspecto.	Supervisão	Questões de negócios
Questões Estratégicas	Discussões acerca do planejamento estratégico da empresa	Gerenciamento	Questões de negócios