

CENTRO UNIVERSITÁRIO ALVES FARIA - UNIALFA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO

RODOLFO FIALHO PERONDI

**O IMPACTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO DESEMPENHO DOS
BANCOS BRASILEIROS**

Goiânia
2018

RODOLFO FIALHO PERONDI

**O IMPACTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO NO DESEMPENHO DOS
BANCOS BRASILEIROS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Centro Universitário Alves Faria, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Bento Alves da Costa Filho

**Goiânia – GO
PPMA - UNIALFA
Maio/2018**

Catálogo na fonte: Biblioteca FADISP

P453i Perondi, Rodolfo Fialho

O impacto do conselho de administração no desempenho dos bancos brasileiros / Rodolfo Fialho Perondi – 2018.
98 fls; 30 cm.

Dissertação (Mestrado) – Centro Universitário Alves Faria (UNIALFA) – Programa de Pós-Graduação Stricto Sensu em Administração – Goiânia, 2018.

Orientador (a): Prof. Dr. Bento Alves da Costa Filho

Inclui bibliografia

1. Governança corporativa. 2. Conselho de Administração. 3. Bancos - Brasil. I. Perondi, Rodolfo Fialho. II. UNIALFA – Mestrado em Administração. III. Título.

CDU: 658

CENTRO UNIVERSITÁRIO ALVES FARIA - UNIALFA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMININISTRAÇÃO

Folha de aprovação da dissertação apresentada ao curso de Mestrado Profissional em Administração das Faculdades Alves Faria como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre.

Aprovado em 16 de maio de 2018.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Bento Alves da Costa Filho – UNIALFA – Orientador

Prof. Dr. Alcido Elenor Wander – UNIALFA – Avaliador Interno

Prof. Dr. Cleyzer Adrian da Cunha – UFG – Avaliador Externo

GOIÂNIA
2018

Agradecimentos

Ao meu orientador acadêmico, Professor Doutor Bento Alves da Costa, que gentilmente me conduziu e confiou na realização deste trabalho.

Aos meus pais, Justino e Alcis, os alicerces da minha formação, a quem sempre admirei, por todo amor e esforços a mim dedicados.

A Karoline Willerding Schmidt, pela compreensão nos momentos de ausência e no apoio incansável, meu agradecimento com muito amor.

Aos amigos e minha família, pelo apoio e paciência.

Aos amigos e colegas, com quem compartilhei este caminho, pelo incentivo e força.

Aos membros da Banca Examinadora, pelas contribuições para o desenvolvimento desta pesquisa.

Ao BANCO DO BRASIL, por ter propiciado a realização do Mestrado.

A todos Muito Obrigado!

Resumo

Este estudo investiga se o desempenho dos bancos brasileiros possui relação com a sua estrutura de governança corporativa, analisada de acordo com as características dos conselhos de administração, no período de 2010 a 2016. A análise busca entender quais as características do conselho que mais afetaram o desempenho das instituições registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nos setores de atividades “bancos” e “intermediação financeira”. O estudo parte do pressuposto de que a governança corporativa propicia aumento no valor econômico da organização e melhorias na qualidade da gestão. Como *proxies* de desempenho foram definidos os indicadores retorno sobre os Ativos (ROA) e retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) os quais são recomendados para utilização em pesquisas com bancos. A definição das variáveis relacionadas as características dos conselhos de administração foram baseadas em diversos trabalhos publicados a respeito do tema, sendo elas: número total de membros do conselho de administração, percentual de conselheiros externos, percentual de conselheiros independentes, participação do diretor presidente como membro do conselho de administração, segregação das funções de presidente do conselho de administração e de diretor-presidente, percentual de conselheiras mulheres, média de idade dos conselheiros e o número total de reuniões do conselho de administração. Foi elaborado um painel de dados composto por 203 observações, explorado pela técnica de análise de dados em painel, com base em dois modelos econométricos. A primeira análise sugere que as variáveis número de membros do conselho de administração e percentual de conselheiras mulheres possuem significância para explicar o retorno sobre os Ativos (ROA). A segunda análise demonstrou que as variáveis média de idade dos conselheiros, percentual de conselheiros independentes e segregação das funções de presidente do conselho e de diretor-presidente, possuem significância para explicar o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

Palavras-chave: governança corporativa, conselho de administração, bancos, desempenho.

Abstract

This study investigates whether the performance of Brazilian banks is related to their corporate governance structure, analyzed according to the characteristics of the boards of directors from 2010 to 2016. The analysis seeks to understand the characteristics of the board that most affected the performance of registered institutions in the Securities and Exchange Commission (CVM), in the "banking" and "financial intermediation" sectors. The study is based on the assumption that corporate governance provides an increase in the economic value of the organization and improvements in the quality of management. Performance indicators have been defined as return on assets (ROA) and return on equity (ROE) indicators, which are recommended for use in bank surveys. The definition of the variables related to the characteristics of the boards of directors was based on several published works on the subject, being: total number of directors on the board, percentage of external directors, percentage of independent directors, participation of the CEO as board member, separation of CEO and chairman of the board, percentage of directors who are female, average age of directors and total number of meetings of the board of directors. A panel of data composed of 203 observations was explored, by panel data analysis, based on two econometric models. The first analysis suggests that the variables total number of directors on the board and percentage of directors who are female have significance to explain the return on the asset (ROA). The second analysis showed that the average age of directors, the percentage of independent directors and the separation of CEO and chairman of the board are significant in explaining return on equity (ROE).

Keywords: corporate governance, board of directors, banks, performance.

Lista de Figuras

Figura 1: Modelo geral da fundamentação teórica	19
Figura 2: Três aspectos da Teoria dos Stakeholders	26
Figura 3: Estrutura de governança corporativa	29
Figura 4: Trade-off entre lucros e participação de mercado	31
Figura 5: Design da pesquisa	63

Lista de Quadros

Quadro 1: Variáveis dependentes	61
Quadro 2: Variáveis independentes.....	61
Quadro 3: Resultados esperados	66
Quadro 4: Sistema de coleta de dados	67
Quadro 5: Resumo dos resultados para os modelos ROA (4.1) e ROE (4.2)	87
Quadro 6: Relação de bancos.....	99

Lista de Tabelas

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis da pesquisa	68
Tabela 2: Análise univariada e matriz de correlação do modelo ROA (3.1)	75
Tabela 3: Análise univariada e matriz de correlação do modelo ROE (3.2)	76
Tabela 4: Teste Variance Inflation Factor (VIF)	77
Tabela 5: Estatísticas do teste de Chow para os modelos ROA (3.1) e ROE (3.2)	77
Tabela 6: Estatísticas do teste de Breusch-Pagan para os modelos ROA (4.1) e ROE (4.2)	78
Tabela 7: Estatísticas do Teste de Hausman para os modelos ROA (4.1) e ROE (4.2)	79
Tabela 8: Estimação dos modelos para variável de desempenho ROA	81
Tabela 9: Estimação dos modelos para variável de desempenho ROE	84

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Variação média dos conselheiros externos (CE)	70
Gráfico 2: Variação média dos conselheiros independentes (CI)	71
Gráfico 3: Participação média de mulheres nos conselhos (CM)	72
Gráfico 4: Variação da idade média dos conselhos (MIC).....	73
Gráfico 5: Média de reuniões do conselho (NRB)	74

Sumário

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.2	OBJETIVOS DO ESTUDO	16
1.3	RELEVÂNCIA E MOTIVAÇÃO PARA O ESTUDO	17
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1	A SEPARAÇÃO DO CONTROLE E GESTÃO	19
2.2	TEORIA DO AGENTE	21
2.3	TEORIA DA FIRMA.....	22
2.4	DIFERENÇAS ENTRE A TEORIA DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO E A TEORIA DA AGÊNCIA.....	24
2.5	TEORIA DOS <i>STAKEHOLDERS</i>	25
2.6	GOVERNANÇA CORPORATIVA	27
2.6.1	O propósito das empresas e a governança corporativa	30
2.6.2	Comparação entre os modelos de governança corporativa	32
2.6.2.1	Governança corporativa nos Estados Unidos	35
2.6.2.2	Governança corporativa no Reino Unido.....	37
2.6.2.4	Governança corporativa na França.....	38
2.6.2.5	Governança corporativa na Alemanha	40
2.6.2.3	Governança corporativa no Japão	42
2.6.3	O modelo de governança corporativa no Brasil.....	43
2.7	O PAPEL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	50
2.7.1	As características do conselho e o desempenho corporativo	53
3	METODOLOGIA DA PESQUISA.....	59
3.1	TIPOLOGIA DO ESTUDO	59
3.2	DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	60
3.2.1	Variáveis dependentes.....	60
3.2.2	Variáveis independentes.....	61
3.2.2	Design da pesquisa.....	62
3.3	MÉTODO	63
3.3.1	Definição do modelo	63
3.3.2	Robustez dos dados	65
3.3.3	Resultados esperados.....	66
3.4	AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS.....	66

4	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	68
4.1	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	68
4.1.1	Desempenho	68
4.1.2	Número de membros (TB)	69
4.1.3	Independência.....	69
4.1.4	Diversidade	72
4.1.5	Número de reuniões do conselho de administração (NRB)	73
4.2	ANÁLISE UNIVARIADA E MATRIZ DE CORRELAÇÃO	74
4.3	TESTES DE ROBUSTEZ	76
4.4	ESTIMAÇÃO DOS MODELOS	79
4.4.1	Resultados do modelo de desempenho ROA (4.1).....	80
4.4.2	Resultados do modelo de desempenho ROE (4.2)	83
4.4.3	Resumo dos resultados.....	86
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	88
	REFERÊNCIAS.....	91
	APÊNDICE A – Relação de Bancos	99

1 INTRODUÇÃO

O avanço do desenvolvimento dos mercados e da competição entre as empresas criou um ambiente dinâmico e competitivo, no qual a definição da melhor forma de financiar a atividade é determinante para a continuidade organizacional. A abertura do capital das empresas possibilitou que investidores pudessem financiar o desenvolvimento empresarial, em contrapartida a possibilidade de obterem melhores retornos frente as aplicações tradicionais.

Os primeiros estudos a respeito do tema governança corporativa foram motivados pelo aumento do poder econômico das empresas. Em 1776 Adam Smith fez um alerta quanto a negligência e esbanjamento dos executivos em relação ao capital de terceiros (CARDOZO, 2005). Contudo, somente em 1932, a partir da obra de Berle e Means, os trabalhos a respeito da separação entre o controle e gestão das empresas foram devidamente evidenciados, demonstrando novas relações entre investidores, controladores e administradores (SONZA; KLOECKMER, 2014).

A teoria da firma, impulsionada por Coase (1937), tratou de redefinir o então conceito de firma, por meio da questão “*why is there any organisation?*” (COASE, 1937, p. 388). O estudo impulsionou a teoria dos custos de transação e a teoria do contrato, posteriormente aprofundadas por Williamsom (1964, 1971, 1988).

Jensen e Meckling (1976) abordaram os conflitos de agência, caracterizados pelas divergências entre os interesses dos administradores e proprietários, como também a necessidade de criação de sistemas de monitoramento e incentivos, com a finalidade de implementar uma correta atuação dos agentes aos interesses dos principais.

Shleifer e Vishny (1997), frente às teorias e evidências até então apresentadas, questionaram o porquê dos investidores entregarem seus recursos à administração de terceiros, se os mesmos não cuidam desse capital como cuidariam do próprio. Nesse sentido, os autores abordam a governança corporativa como o conjunto de instrumentos e mecanismos que resguardam os interesses dos financiadores da atividade empresarial.

A governança corporativa vem despertando a curiosidade dos pesquisadores, que procuram entender qual a relação do desempenho organizacional com adoção de melhores práticas de governança. A dificuldade na discussão do tema está relacionada à diversidade de variáveis de mensuração do desempenho, como

também na definição de quais indicadores de governança devem ser utilizados nas pesquisas.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

A caracterização do problema de agência, realizado por Jensen e Meckling (1976), demonstrou que quando a gestão de uma organização não é realizada pelo seu “principal” (proprietário), mas por um “agente” (administrador), surgem divergências entre os anseios dos mesmos. Enquanto o principal espera a rentabilização máxima dos seus recursos, o agente age dentro de seus interesses.

Diante dos desafios de conciliar os interesses dos agentes e dos principais, a governança corporativa tem o papel de criar mecanismos e instrumentos que possibilitem o alinhamento desses interesses. Conforme Shleifer e Vishny (1997, p. 737) a governança corporativa é o “meio pelo qual os fornecedores de recursos se asseguram de obter um retorno sobre seu investimento”.

A governança retrata de que forma as organizações são administradas, acompanhadas e incentivadas, em um ambiente que envolve os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. A adoção de melhores práticas de governança possibilita que os interesses dos envolvidos sejam consoantes, possibilitando o aumento do valor econômico da organização, qualidade da gestão, e sua longevidade (IBGC, 2018)

A governança dos bancos possui um papel relevante diante da importância dos bancos para a economia nacional. Ressalta-se que uma estrutura sólida de governança corporativa nos bancos com efetivos controles e monitoramentos, realizados pelo conselho de administração, resultarão na eficiente alocação de capital e atuação do próprio sistema financeiro (LEVINE, 2004).

A segurança e a solidez dos bancos são de extrema importância para a estabilidade financeira, sendo um assunto relevante para a saúde econômica de qualquer país. Possíveis incidentes relacionados à governança de bancos com papel significativo no sistema financeiro podem transmitir problemas do setor bancário à economia como um todo. O conselho de administração é o órgão que possui a responsabilidade geral pelo banco, incluindo à aprovação e supervisão da

implementação dos objetivos estratégicos do banco, do quadro de governança e da cultura corporativa. Cabe aos membros do conselho exercer seu "dever de cuidado" e "dever de fidelidade" para o banco de acordo com as leis nacionais aplicáveis e as normas de supervisão, envolvendo-se ativamente nos principais assuntos do banco e atuando em tempo hábil para proteger os interesses de longo prazo do banco (BIS, 2015).

Conforme Cardozo (2005), elementos-chaves da governança corporativa garantem a criação de um ambiente saudável e criação de valor as organizações, dentre os quais destacam-se a existência de: Conselho de Administração efetivo e independente, com integrantes externos à corporação; Conselho Fiscal e/ou de um Comitê de Auditoria proativo, atuante; e efetivo gerenciamento de risco.

Partindo do pressuposto de que a governança corporativa propicia aumento no valor econômico da organização e melhorias na qualidade da gestão, essa pesquisa irá estudar a relação entre o desempenho dos bancos brasileiros e sua estrutura de governança corporativa, com ênfase nas características do conselho de administração.

Desta forma, procurando responder à questão apresentada, esse trabalho tem os seguintes objetivos:

1.2 OBJETIVOS DO ESTUDO

O objetivo geral da pesquisa é verificar se o desempenho dos bancos brasileiros possui relação com a sua estrutura de governança corporativa, analisada de acordo com as características dos conselhos de administração.

Foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- apresentar as características dos conselhos de administração dos bancos brasileiros;
- verificar se existe relação estatisticamente significativa entre o desempenho dos bancos brasileiros e as características dos seus conselhos de administração;
- analisar, em caso de existência, as relações estatisticamente significantes.

1.3 RELEVÂNCIA E MOTIVAÇÃO PARA O ESTUDO

Battaglia *et al* (2014) argumentam que o fortalecimento dos sistemas financeiros tem sido um dos maiores desafios dos mercados emergentes e das economias em desenvolvimento. Alguns países implantaram uma série de medidas de liberalização do setor financeiro na década de 1980 e início da década de 1990, que resultaram na introdução de novas regras e códigos sobre a estrutura de governança das empresas. Ainda, conforme definido pelos autores, a governança corporativa auxilia na promoção da equidade, transparência e responsabilidade da empresa, e consequentemente fortalecendo os sistemas financeiros.

Registra-se que a governança corporativa efetiva é fundamental para o bom funcionamento do setor bancário e da economia como um todo. Os bancos desempenham um papel crucial na economia intermediando fundos de poupadores e depositantes para atividades que apoiam a empresa e ajudam a impulsionar o crescimento econômico. A segurança e a solidez dos bancos são fundamentais para a estabilidade financeira, e a maneira como eles conduzem seus negócios, portanto, é fundamental para a saúde econômica.

Conforme Mohamed (2016), a governança corporativa é uma das principais questões que afetam a transparência e a justiça do setor bancário, o qual é considerado o pilar básico do sistema econômico global, em razão da sua capacidade de possibilitar o desenvolvimento e o crescimento econômico de forma estável, como também, propiciar a intermediação na alocação de fundos. Nesse sentido, o estabelecimento de boas práticas de governança corporativa é fundamental para garantir a justiça financeira e garantir os direitos das partes interessadas.

Mohamed (2016) também define que a governança corporativa tem como umas de suas funções garantir os direitos dos acionistas, por meio do direito de voto, do direito de participar das decisões sobre quaisquer mudanças substantivas que possam afetar o desempenho estabelecido no futuro. Ainda, estabelece incentivos adequados para que o conselho de administração e os gerentes atinjam de forma eficiente os objetivos favoráveis à empresa e aos interesses da administração. Finalmente, as boas práticas de governança cooperada garantirão a divulgação completa da posição financeira e do desempenho econômico.

O conselho de administração é a figura mais representativa do sistema de governança, sendo sua atribuição acompanhar o desempenho gerencial; evitar conflitos de interesses; e equilibrar as demandas concorrentes da organização (MAHER; ANDERSSON, 2000).

Nesse mesmo sentido, o BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2015) define:

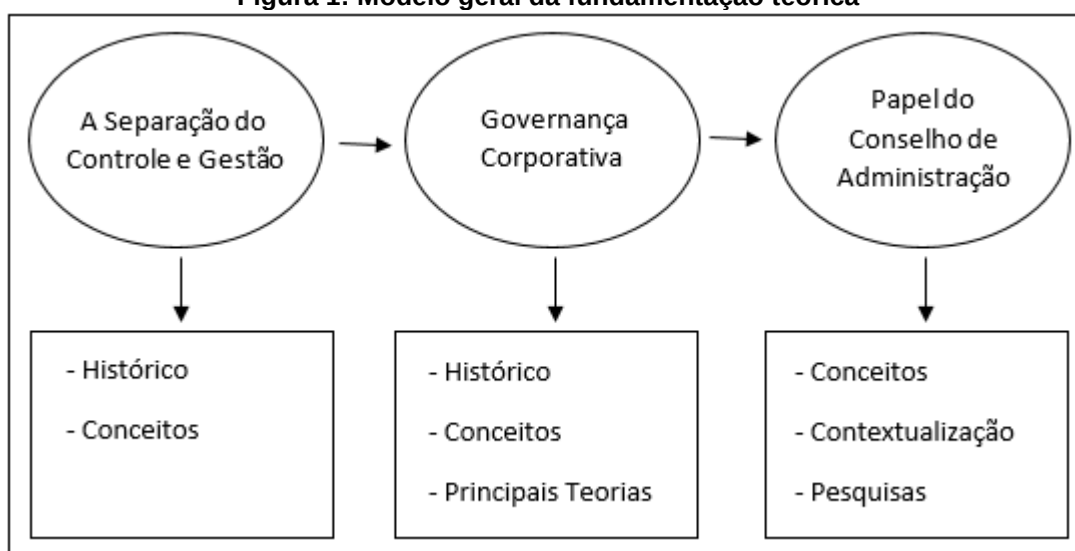
The board has ultimate responsibility for the bank's business strategy and financial soundness, key personnel decisions, internal organisation and governance structure and practices, and risk management and compliance obligations. The board may delegate some of its functions, though not its responsibilities, to board committees where appropriate (BIS, 2015, p. 8).

A relação entre a influência da governança corporativa e o desempenho das empresas já foi o objeto de estudo de diversos pesquisadores. Apesar de não existir consenso, quanto à abordagem e as técnicas para estudo do tema, muitos autores já demonstraram a existência de relação entre a governança e o desempenho organizacional

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo abordará os conceitos e as teorias que subsidiaram a elaboração da presente dissertação, as quais integram o fluxograma representado na figura 1 abaixo. A partir das constatações da separação do controle e gestão é realizado o estudo da governança corporativa, por meio do seu histórico, conceitos e principais teorias, para, posteriormente, abordar os principais conceitos e contextualização do papel do conselho de administração, como também a sua vinculação ao desempenho organizacional.

Figura 1: Modelo geral da fundamentação teórica



Fonte: elaborado pelo autor.

2.1 A SEPARAÇÃO DO CONTROLE E GESTÃO

Conforme Yduan (2016), a necessidade de regulamentação de uma sociedade constituída com capital de terceiros é inerente à sua natureza, demandando confiança para a proteção dos investidores. Contudo, apenas a partir de 1920 com o crescente aumento de empresas com ações negociadas nas bolsas americanas e europeias, as quais reuniam valores significativos de dinheiro da população e aumentavam seu poder econômico, que tiveram início as discussões a respeito da melhor forma de gestão dessas organizações.

Adam Smith (1776) na obra *"The Wealth of Nations"* fez um alerta quanto ao esbanjamento e a negligência dos executivos em relação ao capital de terceiros, uma

vez que não se podia esperar que esses cuidassem do dinheiro dos outros da mesma maneira como cuidariam do próprio (CARDOZO, 2005).

As discussões sobre governança corporativa tiveram início de forma aprofundada com os estudos de Berle e Means, de 1932, os quais abordaram pela primeira vez o surgimento de organizações com a separação das áreas de controle e gestão (SONZA; KLOECKMER, 2014).

A concepção da obra de Berle e Means (1932) está na “desintegração do antigo átomo de propriedade”, e criação de novas relações entre investidores, controladores e administradores. As sociedades anônimas foram consideradas como uma das principais instituições sociais da época, a medida que organizavam a vida econômica, por meio de elevado grau de proeminência. Nesse sentido, destacam que o poder dos administradores aumentou com o sistema fabril, base da Revolução Industrial, com mais trabalhadores sob o mesmo comando e investimentos de riquezas pulverizadas sob o mesmo controle. A separação da propriedade e do controle ficou evidente diante do número de acionistas que não possuíam nenhum comando sobre a riqueza investida nas empresas, que em função da pulverização poderia ser controlada por grupos minoritários. O estudo abordou as novas relações entre o grupo que administra, com o controle, e os indivíduos que possuem apenas participação acionária.

A concentração do poder econômico foi caracterizada com o surgimento de grupos cada vez maiores, sendo o controle restrito a um grupo cada vez menor. Para Berle e Means (1932), o único limitador do modelo que se perpetuava, era a incapacidade dos administradores gerenciarem eficientemente os grupos crescentes. Os autores demonstraram que em 1929 existiam mais de 300 mil sociedades anônimas não financeiras, embora apenas 200 empresas controlavam quase metade de toda a riqueza destas sociedades. Em contrapartida ocorria a dispersão da propriedade das ações, pois quanto maior o tamanho da companhia, maior era a probabilidade de sua estrutura ser pulverizada. Após a análise do tipo de controle das maiores empresas americanas, os autores puderam concluir que o controle já não era mais realizado pelos proprietários dominantes, mas por indivíduos, em grande medida, sem vínculo com a propriedade.

Conforme, Silva (2005), a constatação de que indivíduos alheios a propriedade eram os responsáveis pelo controle das maiores empresas americanas foi a grande

contribuição do livro *The Modern Corporation and Private Property*, de Berle e Means (1932). A partir desta evidência, os Autores conceituaram a criação de dois grupos com interesses nas empresas, os proprietários sem controle e os controladores sem propriedade, sendo fundamental definir quais os interesses e objetivos daqueles que possuíam o controle.

2.2 TEORIA DO AGENTE

A constatação Berle e Means (1932), a respeito do aumento de empresas com a separação das áreas de controle e gestão, foi a base para criação do relacionamento de agência, caracterizado pelo conflito de interesses entre os administradores e os acionistas.

Contudo, somente em 1976 Jensen e Meckling (1976, p.308) abordaram o tema de forma abrangente, definindo o relacionamento de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente.

De acordo com Jensen e Meckling (1976) as definições dos direitos individuais, por meio de contratos implícitos e explícitos, demonstram como os custos e recompensas serão distribuídas entre os participantes de uma organização. A natureza desses contratos tem a capacidade de moldar o comportamento individual e dos administradores.

Conforme Silva (2005), a partir das constatações de Berle e Means (1932), surgem os conflitos de agência, caracterizados pelas divergências entre os interesses dos administradores e proprietários. O alinhamento destes interesses ocorreria mediante o estabelecimento de um contrato entre administradores e proprietários, por meio de abordagem exaustiva, *ex ante* todas as possíveis situações que ensejariam em divergências. Ainda, a atuação do agente deveria ser direcionada aos interesses dos proprietários, não havendo distinção entre os seus próprios objetivos e o de terceiros (ROQUE, 2017).

Os referidos conflitos podem ser limitados por meio da criação de sistemas de monitoramento e incentivos, com a finalidade de implementar uma correta atuação

dos agentes aos interesses dos principais, os quais acarretam nos custos de agência. Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como a soma de:

- despesas de monitoramento por parte do principal;
- despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente;
- custo residual.

Mesmo com o estabelecimento de controles com a finalidade de induzir o comportamento do agente aos interesses do principal, em determinado momento podem ocorrer situações em que as decisões dos administradores não sejam maximizadoras da riqueza dos acionistas. Jensen e Meckling (1976) definem os custos residuais como o equivalente monetário pela redução do bem-estar do principal, ocasionado por algum nível de divergência entre as decisões do agente e a decisão considerada ideal, a qual possui a capacidade de maximizar o retorno do acionista.

O problema retratado na teoria do agente poderia ser solucionado com a elaboração de contratos completos, os quais eliminariam os custos com as perdas residuais e os gastos com mecanismos de incentivo e monitoramento do agente. Contudo, conforme Klein (1983), dois motivos acarretam a inexistência de contratos completos. O primeiro aspecto está relacionado com o elevado número de possíveis contingências frente as incertezas, as quais teriam um elevado custo para se especificar *ex ante* e inviabilizariam o objeto do contrato. A segunda observação do autor faz referência a dificuldade de mensurar e acompanhar o nível de energia que um empregado deveria dedicar a uma tarefa complexa, não havendo nesse caso resguardo contratual.

2.3 TEORIA DA FIRMA

A teoria da firma, desenvolvida por Coase (1937), marca o início da Nova Economia das Instituições (NEI), por meio de uma abordagem alternativa as teorias já estabelecidas anteriormente. Conforme Conceição (2001), a NEI foca fundamentalmente nos “aspectos microeconômicos, com ênfase na teoria da firma em uma abordagem, mesclada com história econômica, economia dos direitos de propriedade, sistemas comparativos, economia da trabalho e organização industrial” (CONCEIÇÃO, 2001, p. 34).

Coase (1937) questionou o entendimento de empresa, o qual estaria mais associado ao conceito de empresa individual e não com a indústria. Seu objetivo era apresentar um conceito realista, por meio da utilização da definição de margem e da substituição. As definições de Coase surgem a partir do questionamento: “*why is there any organisation?*” (COASE, 1937, p. 388).

A definição do conceito de firma, introduzido por Coase (1937), está alicerçado na teoria dos custos de transação e na teoria do contrato. Carvalho e Rêgo (2010), esclarecem que na teoria desenvolvida por Coase, os custos envolvidos no uso do sistema de preços justificam o porquê da formalização de uma firma, contrapondo a teoria neoclássica, que definia a empresa apenas como potencializadora do lucro, por meio do excedente da produção.

A razão para o estabelecimento das empresas está no custo de usar os mecanismos de preços, descobrindo quais são os preços mais relevantes. Nesse sentido, Coase define que uma empresa “consiste no sistema de relações que surge quando a direção dos recursos depende de um empresário” (COASE, 1937, p. 393). A teoria dos custos de transação está baseada na definição de quando a organização interna na empresa para produção de um bem tem o mesmo custo em realizar a mesma transação fora, ou com outra empresa por meio de uma troca. Contudo, o aumento das transações administradas por um empreendedor e o crescimento da empresa está relacionada com a possibilidade da diminuição da eficiência.

A relação legal entre empregador e empregado também foi utilizada por Coase (1937) na abordagem do que de fato constitui uma organização. Nessa relação o empregado tem o dever de prestar serviços pessoais, sendo que o empregador tem o direito de controlar e interferir no trabalho prestado, inclusive determinando quando e como trabalhar.

Jensen e Meckling (1976, p. 306 e 307) questionaram a abordagem da teoria da firma, que apesar da vasta referência, foi considerada pelos autores como uma teoria dos mercados, na qual a firma possui relevância, “*operated so as to meet the relevant marginal conditions with respect to inputs and outputs, thereby maximizing profits, or more accurately, present value*”. Os autores ainda questionaram de que forma os objetivos conflitantes dos indivíduos podem possibilitar o processo de maximização dos resultados.

Contudo, conforme Silveira (2004, p.34), a teoria da firma é “o alicerce conceitual onde se estabelecem os estudos sobre governança corporativa”, sendo a discussão sobre os custos de organização interna objeto das pesquisas sobre governança corporativa. O trabalho de Coase (1937) somente teve prosseguimento nos anos 70, a partir dos autores “Williamson (1964, 1971, 1988), Alchian e Demsetz (1972), Klein *et al* (1978) e Klein (1983).

2.4 DIFERENÇAS ENTRE A TEORIA DE CUSTOS DE TRANSAÇÃO E A TEORIA DA AGÊNCIA

Conforme Williamson (1988), apesar da diferença em relação as abordagens utilizadas para explicar a economia de custos de transação - ECT e a teoria de agência, poucos autores conseguiram aprofundar no assunto e definir qual a mais correta.

A ECT tem a transação como unidade de análise, com o objetivo de definir quando uma atividade deve ser internalizada, em razão da minimização dos custos de transação. Augusto *et al* (2012, p. 5) definem que a ECT “tem como objetivo controlar os direitos de propriedade por intermédio de estruturas de governança apropriadas, que reduzam os custos de transação”.

De acordo com Correia e Amaral (2006), a teoria de agência define a existência de conflitos entre os interesses do principal e o agente, pois ambos tendem a maximizar os seus benefícios. Embora exista um contrato que regule a relação entre as partes, especificando direitos e responsabilidades, o mesmo está sujeito a problemas e decisões equivocadas, as quais oneram o principal. Ressalta-se que apesar da utilização de mecanismos e incentivos para adequar as decisões do agente, em relação aos anseios do principal, existem situações em que essas decisões não otimizam seus interesses e acarretam em custos residuais.

Williamson (1988) destaca que ambas teorias são semelhantes na abordagem da descrição gerencial, na orientação para contratação eficiente e na formação de conselhos endógenos. A ECT considera a empresa como uma estrutura de governança, enquanto a AT a considera como um nexo de contratos. Contudo, os pressupostos comportamentais utilizados na definição das teorias são substancialmente idênticos. Em relação à contratação eficiente, Williamson (1988, p.

570) destaca que apesar da AT encarar o oportunismo do agente de forma *ex ante* e a ECT de forma *ex post*, as duas abordagens tem foco na "orientação incompleta", seja em razão na racionalidade limitada ou pelo oportunismo do agente.

Apesar de Williamson descrever semelhanças entre a ECT e a AT, o autor argumenta que nessa própria constatação já se pode verificar diferenças, dentre as quais destacam-se a unidade de análise, a abordagem dos custos e o foco contratual. No estudo da contratação, a ECT considera a transação como unidade básica de análise, sendo que na AT o ponto observado é o indivíduo. Em relação a abordagem dos custos e o foco contratual, o ECT considera os problemas e custos relacionados com as transações, ocorridas *ex post* as mesmas. Na AT os custos estão associados as despesas de controle e monitoramento do agente, como também nas perdas residuais, as quais possuem caráter de alinhamento *ex ante* (WILLIAMSON, 1988).

2.5 TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*

A primeira utilização do termo *stakeholder* foi realizada em um memorando interno do Stanford Research Institute - SRI, em 1963 com a finalidade de demonstrar os grupos de relacionamento com as organizações, incluindo acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores e sociedade, sem os quais nenhuma empresa existiria (DONALDSON; PRESTON, 1995).

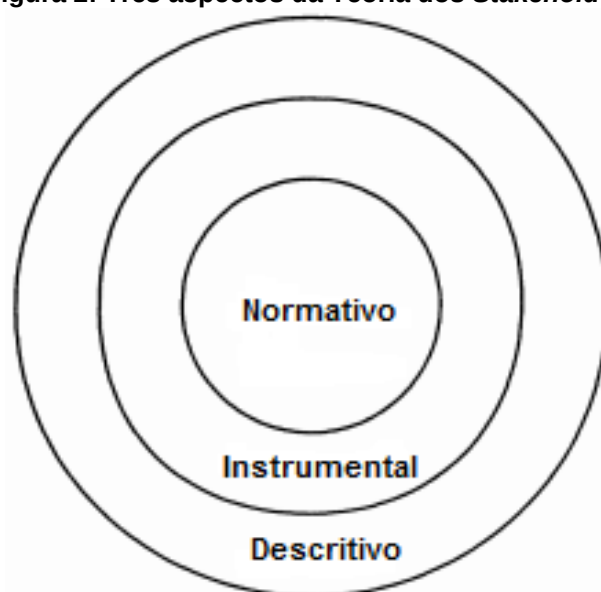
A partir do estudo de Edward R. Freeman, *Strategic management: A stakeholder approach*, publicado em 1984, houve aumento do interesse acadêmico em relação ao tema, que era abordado com os seguintes enfoques: teorias normativas de negócios, governança corporativa e teoria organizacional, responsabilidade social corporativa e desempenho, e gerenciamento estratégico (FREEMAN; MCVEA, 2001).

Os principais estudos dividem-se basicamente em duas linhas de pesquisa. A primeira trata da importância dos *stakeholders* para o desempenho organizacional. O foco está no atendimento dos acionistas e os demais públicos são valorizados à medida que auxiliam na geração de lucros. A segunda linha estabelece que a organização deve atender aos interesses de todos os *stakeholders*, não havendo qualquer distinção entre os grupos. O diferencial dessa abordagem está na colocação

dos acionistas como um dos grupos de interesses, o qual não possui nenhuma vantagem dentre os demais (CAMPOS, 2006).

De acordo com Donaldson e Preston (1995), as diversas contribuições realizadas a respeito do tema *stakeholder* poderiam ser categorizadas a partir de pontos de vista descritivos, instrumentais ou normativos. As abordagens descritivas têm como objetivo demonstrar que os conceitos incluídos na teoria correspondem à realidade observada. Os estudos da categoria instrumental apontam para evidenciar a conexão entre o gerenciamento dos *stakeholders* e o desempenho corporativo. Por fim, as análises normativas abordam os conceitos relacionados a função da organização, direitos individuais ou coletivos, moralidade e princípios éticos. Apesar das três categorias realizarem suas contribuições a partir de objetivos divergentes, as mesmas são complementares, conforme a figura 1 a seguir.

Figura 2: Três aspectos da Teoria dos *Stakeholders*



Fonte: DONALDSON; PRESTON, 1995, p. 74.

A camada descritiva é composta pela teoria e apresenta e explica as relações que são observadas, sendo suportada, no segundo nível, pelo seu valor instrumental e preditivo, de forma a determinar relações de causas e consequências. O núcleo central da teoria é normativo. Contudo, a precisão descritiva da teoria presume que os administradores atuem como se todos os interesses dos stakeholders tivessem um valor intrínseco. Ressalta-se que “o reconhecimento desses valores e obrigações

morais superiores dá ao gerenciamento de partes interessadas sua base normativa fundamental” (DONALDSON; PRESTON, 1995, p. 74).

Conforme Freeman e McVea (2001) a gestão baseada nos *stakeholders* demanda uma abordagem integrada na tomada de decisões estratégicas, de forma a satisfazer as diversas partes interessadas simultaneamente. A partir desse conceito o administrador não necessitaria definir em razão de um grupo de interesse ou de outro. Dificilmente os responsáveis pelas decisões estratégicas conseguem reverter as situações de *trade-offs* para um cenário em que todas as partes ganhem. Todavia, a administração, ao gerir a organização com esse objetivo, garantira apoio de todas as partes interessadas a longo prazo.

Contudo, diversos pesquisadores realizaram críticas à teoria dos *stakeholders*, as quais, em sua grande maioria, foram realizadas e fundamentadas com base na teoria da maximização do valor da empresa (BOAVENTURA *et al*, 2008). Friedman (1998) descreve que a forma mais eficiente de atender aos interesses dos *stakeholders* é a busca pela maximização do capital investido pelos acionistas, pois dessa forma gera-se ganho para toda a sociedade. Jensen (2001) questionou a ausência de parâmetros quanto ao processo decisório, de forma a orientar a atuação do gestor a conciliar os múltiplos interesses envolvidos, possibilitando que as decisões sejam tomadas de acordo com as convicções do próprio gestor.

2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme Hart (1995), a necessidade da governança corporativa está relacionada a existência de duas condições básicas. A primeira deriva do problema de agência ou do conflito de interesses, envolvendo proprietários, gerentes, trabalhadores ou consumidores. A segunda condição refere-se aos custos de transação que não podem ser tratados por meio de contratos.

A inexistência de problemas de agência possibilitaria que todos os indivíduos associados a uma organização fossem orientados à maximizar o lucro, o valor de mercado líquido e minimizar os custos. Os indivíduos não teriam qualquer preocupação sobre o resultado das atividades da organização, da mesma forma que não seria necessário estrutura de governança, em razão da ausência de desentendimentos. O trabalho e outros tipos de custos poderiam ser reembolsados

diretamente e, portanto, não seriam necessários incentivos para motivar as pessoas (HART, 1995).

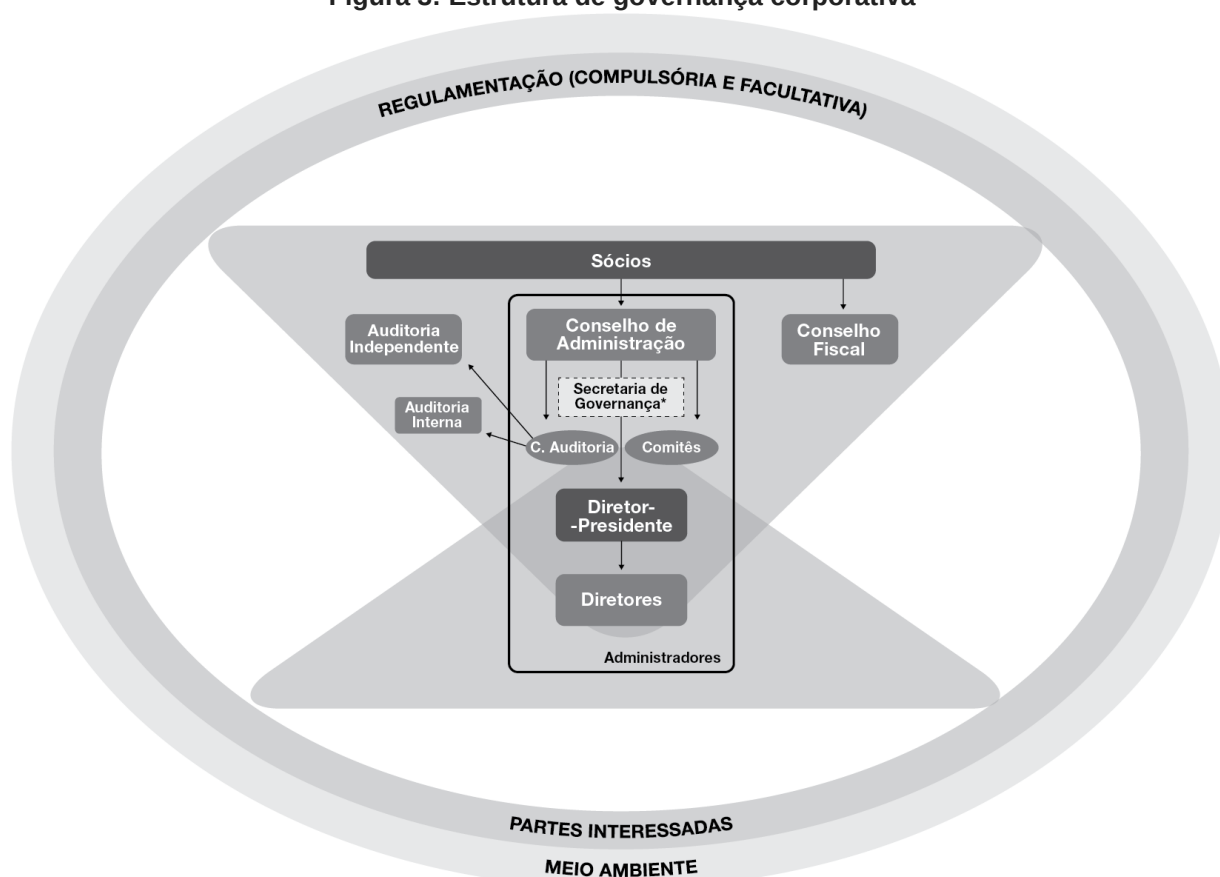
Em relação à segunda condição, a respeito da existência de custos de transação que não podem ser tratados por meio de contratos, Hart (1995), baseado no estabelecido na literatura, identifica três custos de transação que são particularmente importantes. O primeiro faz referência a definição de todas as diferentes situações que poderiam ocorrer durante o curso da relação contratual e o planejamento de como tratá-las. O segundo seria a negociação com todas as partes relacionadas as diferentes situações identificadas. Em terceiro lugar, há o custo de descrição dos planos de modo que possam ser cumpridos por um terceiro, no caso de uma disputa entre as partes relacionadas. Diante dos elevados custos para se estabelecer um contrato abrangente, as partes acabam definindo um contrato incompleto, o qual terá lacunas e poderá resultar em ações e decisões não mensuradas anteriormente.

Contudo, tanto a economia de custos de transação - ECT, quanto a teoria de agência - AT, realizam suas definições a partir do conceito de "orientação incompleta", seja em razão na racionalidade limitada ou pelo oportunismo do agente (WILLIAMSON, 1988, p. 570).

Nesse mesmo sentido, Jensen e Meckling (1994), ao analisarem a natureza do homem constataram a ausência de Agente perfeito, o qual deveria representar da melhor maneira possível os interesses dos acionistas, inclusive, se necessário, negando suas próprias convicções frente as expectativas de terceiros.

O trabalho de Jensen e Meckling, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, de 1976, foi essencial para o estabelecimento do conceito de governança corporativa, o qual passou a ser definido como “um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência” (SAITO; SILVEIRA, 2008, p. 80). O IBGC (2016), conforme a figura 2 abaixo, apresenta a seguinte estrutura como representação do sistema de governança corporativa.

Figura 3: Estrutura de governança corporativa



Fonte: IBGC, 2018.

Shleifer e Vishny (1997) questionaram o porquê de os investidores entregarem seus recursos aos gerentes, se tanto as teorias, quanto as evidências, sugerem que os mesmos têm enorme discrição sobre o que é feito com esse dinheiro. Os autores definiram a governança corporativa como os instrumentos e mecanismos que resguardam os interesses dos financiadores da atividade empresarial.

Para Hart (1995), em uma realidade de contratos incompletos, os problemas da agência também estão presentes, a estrutura de governança pode ser vista como um mecanismo para tomar decisões que não foram especificadas no contrato inicial. Mais precisamente, a estrutura de governança aloca direitos de controle residuais sobre os ativos não-humanos da firma; ou seja, o direito de decidir como esses ativos devem ser usados, uma vez que um uso não foi especificado em um contrato inicial (HART, 1995, p. 680).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), no seu Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, tem a seguinte definição para o tema:

[...] governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum (IBGC, 2015, p.20).

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), nos Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, define a governança corporativa como:

[...] o conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e stakeholders. A governança corporativa fornece também a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos e se determina os meios para alcançar esses objetivos e para monitorizar o desempenho (OCDE, 2016, p. 9).

2.6.1 O propósito das empresas e a governança corporativa

A análise das práticas de governança só é possível quando há clareza na divulgação do seu propósito. Para tanto, a definição do objetivo fundamental das empresas precisa ser identificado, demonstrando quais interesses orientam a gestão, os critérios para tomada de decisão e avaliação de desempenho, e como será o processo de decisão diante dos diversos interesses conflitantes (SILVEIRA, 2015).

O estudo dos sistemas de governança está relacionado ao entendimento de qual a direção a ser dada na gestão da organização. Neste sentido, a definição do propósito de uma empresa, como também a sua responsabilidade social, possui grande relevância na estruturação do seu sistema de governança corporativa. Roque (2017), baseada na análise da literatura e da comparação de modelos de diversos países, estabelece que o propósito de uma empresa pode possuir três vertentes de proposições: *shareholder-oriented*, *stakeholder-oriented* e *enlightened stakeholder*.

A linha *shareholder-oriented* tem como característica a gestão com a finalidade da maximização dos valores investidos pelos acionistas, aos quais cabe o lucro pelo financiamento da atividade empresarial e exposição a riscos. A vertente *stakeholder-oriented* tem como propósito da empresa os diversos grupos que são vinculados a sua gestão. Nessa vertente os acionistas não possuem predominância em relação aos empregados, clientes, administradores, fornecedores, e a comunidade local. Por

fim, a *enlightened stakeholder* está fundamentada nas abordagens anteriores, tendo como objetivo a lucratividade a longo prazo. Dessa forma, o imediatismo da busca pelo lucro no curto prazo e a dificuldade em administrar os interesses de muitos grupos seriam superados (ROQUE, 2017).

A teoria dos *stakeholders*, abordada de forma isolada, não fornece uma explicação a respeito da função objetivo da empresa, ocasionando ineficiência, diminuição da competitividade e confusão gerencial, pois não define de que forma os administradores devem decidir diante de interesses conflitantes. Contudo, a discussão a respeito do objetivo das empresas é abordada erroneamente como uma escolha a ser realizada entre a utilização da teoria da maximização do valor e a teoria dos *stakeholders*. Todavia, a questão principal está na seguinte discussão: (i) a empresa deve possuir uma única função objetivo, e (ii) em caso positivo, o objetivo deve ser a maximização do valor da empresa ou algum outro objetivo, a exemplo da manutenção dos empregos e o aumento da sua participação no mercado. A figura 3 a seguir demonstra que a partir de determinado ponto, a maximização de duas variáveis torna-se logicamente impossível, ocasionando situações nas quais o administrador não teria os parâmetros estabelecidos na definição dos *trade-offs* para a tomada de decisão, a qual estaria baseada na subjetividade e nas suas convicções pessoais (JENSEN, 2001, p. 10).

Figura 4: Trade-off entre lucros e participação de mercado



Fonte: JENSEN, 2001, p.10.

Conforme Campos (2006), as discussões de Fremann (1984, 1998) e Donaldson e Preston (1995), a respeito da legitimidade dos interesses dos *stakeholders* só tem força quando abordada na dimensão ética, devendo ser entendida como um fim, ao invés de um modelo para obter outros objetivos. Ressalta-se que "esta forma de pensar as organizações, apesar de apresentar grande apelo moral, não apresenta proposições operacionais ou administrativas e não constitui uma proposta de condução ideal das organizações" (CAMPOS, 2006, p. 128).

A abordagem *enlightened stakeholder*, conforme Jensen (2001), seria uma relação adequada, entre a maximização de valor e a teoria dos *stakeholders*, por meio da proposição de um novo objetivo corporativo. A utilização de grande parte da teoria dos *stakeholders* ocorreria em conjunto com a aceitação do propósito da maximização do valor da empresa, todavia com o horizonte temporal de longo prazo. A organização, ao definir que seu objetivo é a maximização a longo prazo, define a forma dos administradores atuarem. Ainda, ressalta-se que ao maximizar o valor os administradores, além de satisfazer, devem obter o apoio de todos os *stakeholders*.

2.6.2 Comparação entre os modelos de governança corporativa

A maneira como as empresas estabelecem a sua governança corporativa está diretamente relacionada ao ambiente no qual estão inseridas. Ribeiro (2007), descreve que o sistema de governança alinha os interesses dos diversos intervenientes e *stakeholders* por meio da utilização de leis, regulamentos e práticas comerciais. Apesar das Instituições de Mercados e Organismos Internacionais, a exemplo da IBGC e OCDE, descreverem a respeito das melhores práticas de governança, os mesmos não possuem o caráter impositivo do ambiente regulatório.

O Estado possui um papel relevante na forma como as empresas se organizam, por meio da definição dos sistemas legais, financeiros, mercado de capitais, ordenamento jurídico e grau de proteção aos investidores. Nesse sentido, podemos verificar diferenças significativas entre os sistemas de governança corporativa dos países. A partir dessas constatações, muitas pesquisas foram realizadas, com o objetivo de verificar os diferentes modelos de governança corporativa utilizados pelas organizações, e entre países, a exemplo dos estudos de

Prowse (1992, 1994), La Porta *et al* (1998, 2000), Maher e Andersson (2000), e Clarke (2017).

As definições quanto a proteção legal dos investidores varia de forma significativa em todo o mundo. Em determinados países verifica-se que os tribunais estão mais propensos a garantir os direitos dos investidores e cumprir essas leis. Contudo, na maioria dos casos as leis são menos protetoras e os tribunais apenas atuam em casos mais evidentes de violação de direitos (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Apesar de não existirem sistemas jurídicos nacionais idênticos, alguns sistemas são semelhantes em determinados aspectos críticos de forma permitir a sua classificação em duas grandes famílias: *civil law* (direito civil) e *common law* (direito comum). O *civil law* teve sua origem no direito romano, e sua base está fundamentada em estatutos, códigos abrangentes e nos estudiosos legais que verificam e formulam suas regras, sendo comum na tradição francesa, alemã e escandinava. O *common law* é observado nas colônias britânicas, Estados Unidos, Canadá, Austrália, Índia e muitos outros países e sua base está fundamentada nas leis modeladas na lei inglesa, sendo formado por juízes que precisam resolver disputas específicas. Precedentes de decisões judiciais, em oposição a contribuições de estudiosos, formam a *common law*. Com base nessa abordagem, La Porta *et al* (1998) analisaram o direito, a qualidade da sua aplicação, a proteção de acionistas e credores corporativos, a origem dessas regras e a qualidade de sua execução em 49 países.

Os países cujas regras legais se originam na tradição de direito comum tendem a proteger os investidores consideravelmente mais do que os países cujas leis são originárias do direito civil, e especialmente no direito civil francês. O direito civil alemão e dos países escandinavos assumem uma posição intermediária em relação às proteções dos investidores. Os acionistas nos dois regimes jurídicos mais difundidos, *civil law* e *common law*, operam em ambientes legais divergentes quanto à proteção dos investidores. Em relação ao *enforcement*, garantia da aplicação da lei, nos países com o sistema jurídico baseados no direito civil alemão e escandinavo verifica-se a melhor qualidade. A aplicação da lei também é forte nos países de direito comum, e mais fraca nos países com base no direito civil francês. A qualidade da aplicação da lei está significativamente associada ao aumento do nível de renda (LA PORTA *et al*, 1998).

Ainda, com base em La Porta *et al* (1998), os países desenvolvem mecanismos de substituição para a proteção dos investidores. Alguns desses mecanismos são estatutários, como no caso de regras corretivas, como dividendos obrigatórios ou reservas legais. Esses mecanismos estão mais presentes nos países que possuem o direito civil como base do sistema jurídico. A concentração da propriedade é extremamente alta em todo o mundo, contudo boas normas contábeis e medidas de proteção aos acionistas estão associadas a uma menor concentração de propriedade.

A partir dos estudos dos diversos sistemas de governança corporativa, observados em diversos países, verificam-se dois modelos abrangentes; o anglo-saxão e o nipo-germânico. O modelo anglo-saxão possui características da vertente *shareholder-oriented*, sendo observado em países com mercado de capitais desenvolvido e forte, estrutura de propriedade pulverizada, e segregação entre o capital e a gestão. O modelo nipo-germânico está alinhado a vertente *stakeholder-oriented*, e está presente em países com o mercado de capitais menos especulativo, sendo que a estrutura de propriedade não é pulverizada e os acionistas, por meio de uma visão de longo prazo, conciliam interesses de todas as partes (Roque, 2017).

Os pontos fortes, fracos e implicações econômicas, da governança corporativa nos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), foram pesquisados por Maher e Andersson (2000), que distinguiram os sistemas de acordo com o grau de concentração da propriedade e a identidade dos acionistas controladores. Foram verificados dois grupos: o primeiro tem como característica a estrutura de propriedade dispersa (*outsider systems*); enquanto o segundo grupo possui a estrutura de propriedade concentrada (*insider systems*).

O modelo *outsider systems* é observado nos Estados Unidos e no Reino Unido, possui como características a participação em partes relativamente dispersas e o elevado volume de negócios. O mercado é rigoroso na proteção dos direitos dos acionistas e, em particular, dos investidores minoritários. A regulamentação é estruturada de forma a garantir que os investidores tenham a sua disposição informações confiáveis e adequadas para a tomada de decisões. O financiamento de longo prazo da atividade empresarial ocorre por meio da emissão de ações e títulos corporativos, fato que diminui a dependência bancária e acarreta em baixos índices dívida *versus* capital próprio. O fato da propriedade ser pulverizada acarreta maior

liquidez às ações e, conseqüentemente, possibilidades de diversificação de risco para os investidores. Contudo, apesar do foco no resultado de curto prazo incentivar a atividade inovadora, o empreendedorismo e o desenvolvimento de um setor dinâmico de pequenas e médias empresas, existe pré-disposição a subvalorizar os projetos de longo prazo (MAHER; ANDERSSON, 2010).

Ainda, conforme Maher e Andersson (2000), o modelo *insider systems* é típico da Europa (exceto o Reino Unido), e no Japão, a principal característica está relacionada a concentração acionária, fato que permite aos majoritários influenciar o processo de tomada de decisão. A concentração da propriedade auxilia na superação do conflito de agência, contudo, como consequência, surgem os conflitos entre os proprietários controladores e os acionistas minoritários. A relação com as instituições financeiras tende a ser mais próxima, complexas e de longo prazo, as quais tendem a serem mais conservadoras e dificultarem a obtenção de financiamentos. A atuação e o crescimento das pequenas e médias empresas têm maior dificuldade em relação ao *outsider systems*.

2.6.2.1 Governança corporativa nos Estados Unidos

A maior parte dos estudos que embasaram a formação das teorias relacionadas a governança corporativa foram realizadas ao longo último século, os quais despertaram e cresceram significativamente nos Estados Unidos, com base nas pesquisas realizadas por Berle e Means (1932), Coase (1937), Jensen e Meckling (1937), Williamson (1988), Hart (1995), Donaldson e Preston (1995), Shleifer e Vishny (1997).

O sistema de governança corporativa dos Estados Unidos, caracterizado principalmente pela sua solidez, acabou por influenciar diversos países na consolidação dos seus modelos, dentre os quais destacam-se Austrália e Nova Zelândia. As principais características desse modelo são a propriedade difusa com participação de investidores institucionais; os interesses dos investidores, considerados primordiais na definição da legislação; grande ênfase na proteção dos interesses dos investidores minoritários e elevados padrões para divulgação de dados no mercado (CLARKE, 2017).

O modelo americano de governança está relacionado de maneira íntima as características do modelo *shareholder-oriented*, uma vez que os direitos dos acionistas estão acima dos interesses dos demais grupos e existe forte proteção ao direito dos investidores (ROQUE, 2017).

Diante do grau de concentração da propriedade e da identidade dos acionistas controladores, o modelo de governança observado nos Estados Unidos possui a estrutura de propriedade dispersa (*outsider systems*). Nesse modelo observa-se que, além do elevado volume de negócios e da rigorosa proteção dos direitos dos acionistas, a estrutura de financiamento de longo prazo da atividade empresarial está associada a emissão de títulos no mercado de capitais e menos dependente do financiamento bancário (MAHER; ANDERSSON, 2010).

Os conselhos de administração são encarregados da importante responsabilidade de monitorar as empresas em nome dos acionistas. No entanto, os mesmos muitas vezes acabam dominados pela gestão das empresas. O aumento da participação de diretores não executivos no quadro do conselho de administração das organizações poderia aumentar as responsabilidades do conselho, entretanto esses diretores têm pouco tempo disponível, conhecimento e experiência limitada nos conselhos das empresas nas quais são responsáveis. Nesse sentido, os investidores institucionais tiveram grande relevância na evolução da governança corporativa, muitas vezes tornando-se maiores do que as empresas em que estão investindo. A partir dos anos 80, fundos de pensões, mais notavelmente o *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS), Fundo de Pensão Público da Califórnia, se mostraram particularmente influentes na busca por melhores práticas e na defesa dos interesses dos investidores (CLARKE, 2017).

O *Council of Institutional Investors* (CII), Conselho de Investidores Institucionais, fundado em 1985, também atuou em um período marcado por aquisições corporativas, CEOs imperiais, conselhos de administração isolados e investidores com quase nenhuma representatividade nas decisões corporativas. Os fundadores acreditavam que as empresas nas quais investiam ativos para aposentadoria precisavam de mais supervisão pelos acionistas. O objetivo da CII tem sido a busca por padrões de governança sólidos em empresas públicas e fortes direitos dos acionistas. Muitas das políticas da CII, anteriormente consideradas radicais, tornaram-se aceitas e permitem maior proteção aos investidores. Os ativos

combinados dos associados a CII excedem U\$ 3,5 trilhões (COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, 2018).

Apesar do aumento da participação dos investidores institucionais na governança das empresas americanas, o mesmo não foi suficiente para evitar diversos escândalos financeiros, os quais desencadearam em um aumento do controle governamental em relação a atuação das empresas e da proteção dos investidores. A Lei *Sarbanes-Oxley* (SOx), sancionada em 2002, foi uma reação aos escândalos envolvendo as empresas *Enron* e *Worldcom* e representou uma mudança fundamental na forma de regulamentação, substituindo os requisitos tradicionais de divulgação por diretrizes diretas de governança corporativa. Contudo, a Lei SOx não teve reflexo em pontos considerados cruciais para a governança corporativa, como o engajamento limitado dos acionistas, os excessivos incentivos gerenciais para a tomada de riscos e a atuação limitada dos diretores independentes nos conselhos (JACKSON, 2010).

De acordo com Jackson (2010), ao contrário do modelo de governança corporativa encontrado na teoria econômica e caracterizado como orientado para os acionistas, a observação das práticas reais nas empresas americanas demonstra um relacionamento mais complexo e conflitante. Embora a atuação gerencial estar alinhada aos interesses dos acionistas, muitas vezes está associada a incentivos excessivos para os gerentes, pouca responsabilidade dos investidores e um exame minucioso demais por parte dos conselhos independentes.

2.6.2.2 Governança corporativa no Reino Unido

O sistema de governança corporativa do Reino Unido é muito semelhante ao verificado nos Estados Unidos, na medida que ambos têm como principal característica a forte proteção dos interesses dos investidores, os quais estão acima dos interesses dos demais grupos (ROQUE, 2017). A estrutura de propriedade do Reino Unido é dispersa (*outsider systems*), existe grande volume de negócios, rigorosa proteção dos direitos dos acionistas e baixa dependência do sistema bancário no financiamento da atividade empresarial (MAHER; ANDERSSON, 2010).

Em relação ao tamanho de sua economia, o Reino Unido possui as maiores e mais expressivas instituições de investimento, as empresas mais dependentes do

mercado de ações do que qualquer uma das grandes economias industriais e os mercados de ações estão entre os mais internacionalizados do mundo. As discussões a respeito da governança foram inicialmente motivadas pelo baixo desempenho das empresas nacionais, pela falta de responsabilidade da administração executiva e pela ausência de relação entre a remuneração da administração e o desempenho das empresas. Diante dos problemas relacionados a governança das empresas a *London Stock Exchange*, Bolsa de Valores de Londres, com o apoio de outros organismos, instituiu um comitê com a finalidade de trazer uma ordem para um conjunto muito desorganizado de práticas e regulamentos. Em 1992 foi divulgado o *Cadbury Code of Best Practice*, Código de Melhores Práticas de *Cadbury*, com definição de aspectos relacionados às práticas de contabilidade e aos relatórios financeiros, que posteriormente inspirou códigos de governança corporativa similares em muitos países do mundo (CLARKE, 2017).

Com a publicação do Código de Melhores Práticas, a *London Stock Exchange* estabeleceu como requisito nas regras de listagem uma declaração de conformidade ou descumprimento, com explicação no relatório anual de prestação de contas das empresas. Contudo, apesar desses princípios se tornarem firmemente estabelecidos, não só no Reino Unido, mas na governança corporativa de diversos países, a adesão pelas empresas foi parcial (CLARKE, 2017).

A publicação da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOx), sancionada em 2002, nos Estados Unidos, demonstrou as diferenças entre as abordagens britânicas e as americanas para a governança corporativa. Embora ambos tenham como principal característica o modelo de governança direcionado para proteção dos interesses dos investidores, o sistema americano está baseado em Leis rígidas e na atuação regulatória do estado, ao contrário do modelo britânico, que utiliza Leis menos rígidas e mecanismos de auto-regulação, como os diversos códigos de melhores práticas, publicados após a divulgação do Código de *Cadbury* (JACKSON, 2010).

2.6.2.4 Governança corporativa na França

A França é um dos países europeus em que as instituições financeiras possuem a menor propriedade das ações das empresas. A governança corporativa possui como característica a participação cruzada entre as organizações, a qual

diminui a pressão por resultados de curto prazo e a maximização do desempenho, como também dificulta a mudança no controle corporativo. A concentração da propriedade é elevada, sendo que metade das empresas são controladas por um único investidor que possui a maioria absoluta do capital. O conselho de administração possui baixa representatividade, uma vez que o *Président Directeur Général* (PDG), possui forte influência na maior parte das decisões. Contudo, a noção legal orienta a atuação das empresas para o interesse social, conciliando os objetivos dos acionistas e da empresa (CLARKE, 2017).

Tradicionalmente a França possuía dois sistemas de governança corporativa. O primeiro está presente na maioria das empresas, sendo o Conselho de Administração a figura máxima da organização e o PDG ocupando as funções de presidente e diretor executivo. O segundo sistema está intimamente ligado ao modelo de supervisão alemão e possui estrutura de duas camadas, composta pelo Conselho de Administração e Conselho Geral, sendo utilizado com menor frequência pelas empresas (HOPT; LEYENS, 2004).

Conforme Clarke (2017), em 2001 os investidores estrangeiros detinham 50% do patrimônio de grandes empresas públicas francesas e exigiam maior transparência e responsabilidade por parte dos altos executivos.

A *Loi Nouvelles Réglements Économiques* (NRE), sancionada em 2001, relativa aos novos regulamentos econômicos, ofereceu uma terceira opção aos modelos anteriores de governança corporativa, sendo definida como modelo padrão. O terceiro modelo teve como base a estrutura tradicional de governança, composta apenas pelo Conselho de Administração, contudo diminuiu a concentração de poderes exercida pelo Presidente Diretor Geral (PDG). O conceito da NRE está baseado na segregação do gerenciamento e do controle, independentemente de ambas as tarefas permanecerem acumuladas nas mãos de um PDG. Todavia, a influência indireta do presidente permaneceu forte. O Conselho de Administração é o responsável por estabelecer a estratégia dos negócios e o controle de sua implementação (HOPT; LEYENS, 2004).

Em outubro de 2003 foi divulgado o primeiro Código com princípios de governança corporativa, os quais foram resultantes da consolidação de relatórios da *Association Française des Entreprises Privées* (AFEP) e da *Association of Mouvement des Entreprises de France* (MEDEF) (HOPT; LEYENS, 2004). Os

princípios de governança corporativa utilizados na França, como também no Reino Unido e Alemanha, não são um conjunto rígido de regras, esses países adotam a abordagem do "pratique ou explique" (SILVEIRA, 2015, p. 207).

Embora a França não tenha sofrido com escândalos, como os observados nos Estados Unidos, o seu sistema de governança corporativa teve progressos significativos nos últimos anos, por meio da realização de reformas sensatas. Contudo, ainda existe possibilidade de melhorias em relação a independência dos comitês de auditoria e remuneração, a elevação da remuneração dos membros do conselho para médias acima da União Europeia, a independência da composição dos integrantes do conselho diretor, a diversificação do conselho com o aumento da participação de mulheres e ao aumento dos direitos dos acionistas minoritários (TARANTINO, 2008).

2.6.2.5 Governança corporativa na Alemanha

O sistema de governança corporativa alemão é conhecido pela composição do conselho em duas camadas (*two-tier boards*) e pelo fato da gestão das partes interessadas estar profundamente internalizada na economia alemã. A propriedade das empresas é concentrada em grandes porções de blocos de ativos e existe estreitas relações sociais e negociais entre as organizações. A propriedade familiar está presente nos quadros societários, como também existe um forte setor de pequenas e médias empresas (PMEs) (BOTTENBERG *et al*, 2017).

As características da estrutura *insider systems* (Maher; Andersson, 2000) e *stakeholder-oriented* (ROQUE, 2017) estão presentes há muitos anos no cenário nacional. Com o fim da Segunda Guerra Mundial as autoridades estatais da Alemanha Ocidental instalaram um modelo de economia de mercado social, o qual intercalava elementos de livre mercado com a elevada coordenação das instituições. Os *stakeholders*, principalmente os funcionários, foram fortalecidos com a publicação de leis específicas. Em 1951, foi publicada a Lei *Montan-Mitbestimmungsgesetz*, referente a abordagem cooperativa dos direitos dos acionistas e empregados na governança das empresas listadas em bolsas. Em 1976, a publicação da Lei *Mitbestimmungsgesetz* reforçou a representação dos funcionários no sistema de governança das empresas. A partir de 1990, com a internacionalização das empresas

e a maior dependência dos mercados de capitais internacionais, as organizações necessitaram adaptar suas práticas contábeis, governamentais e o compromisso com o valor para o acionista. Posteriormente, foi publicado um novo código sobre governança corporativa com o objetivo de melhorar a divulgação, a independência da auditoria, o funcionamento dos conselhos de supervisão e a proteção dos acionistas (CLARKE, 2017).

A gestão ativa para os *stakeholders* está enraizada nos valores e tendem a persistirem na cultura corporativa, nas regras sociais e é relativamente resistente à mudanças. Dessa forma, embora ocorram alterações nos regulamentos de governança corporativa, as empresas alemãs geralmente seguem uma gestão ativa das partes interessadas influentes, inclusive na elaboração do planejamento estratégico (BOTTENBERG *et al*, 2017).

Com a divisão organizacional do gerenciamento e do controle, o conselho gestor (*Vorstand*) tem como responsabilidade o funcionamento do negócio, enquanto o conselho supervisor (*Aufsichtsrat*) controla a gestão, a conformidade com as leis e os artigos da corporação e suas estratégias de negócios, sem se envolver na gestão da empresa (HOPT; LEYENS, 2004).

Parte dos membros do conselho supervisor são legalmente reservados à representantes dos funcionários e sindicatos. Dessa forma, os funcionários podem monitorar e aconselhar ativamente as decisões estratégicas e de governança. Todavia, o estreito relacionamento e a comunicação intensa entre o presidente, membros do conselho e a equipe de alto nível atenua o forte foco de monitoramento do sistema de governança (BOTTENBERG *et al*, 2017).

Contudo, o sistema de governança alemão, com o conselho em duas camadas, na prática não é totalmente diferente do conselho unitário anglo-americano. A crescente presença de diretores não executivos e independentes está firmemente estabelecida nas características do sistema anglo-americano, os quais acabam por assumir a responsabilidade pela supervisão da gestão da empresa. A maior diferença entre os sistemas é a representação direta dos acionistas e dos funcionários no conselho supervisor (CLARKE, 2017).

2.6.2.3 Governança corporativa no Japão

O sistema de governança corporativa japonês mescla a estrutura de *outsider systems* com *insider systems* e possui um mercado de ações razoavelmente desenvolvido. O fim da Segunda Guerra Mundial teve influência direta no estabelecimento do modelo de governança, uma vez que as empresas foram definidas como instituições sociais, as quais tinham grande responsabilidade com a reconstrução do país e com os *stakeholders* (SILVEIRA, 2015).

A utilização de um modelo voltado para os *stakeholders* influenciou a formação de estreitas redes de agrupamentos verticais e horizontais com participações cruzadas e outros vínculos financeiros entre as empresas. Os investidores, muitas vezes bancos ou parceiros comerciais, buscavam apenas troca de informações e o monitoramento mútuo, ao invés de retornos financeiros com as participações acionárias. Consequentemente, os investidores que não pertenciam as redes cruzadas de empresas acabavam tendo pouca atenção por parte dos conselhos de administração, os quais estavam subordinados a gestão das empresas (YOSHIKAWA *et al*, 2007).

De acordo com Yamamoto (2008), a partir da crise dos anos 1990, o governo japonês impulsionou a economia, por meio da diminuição da carga tributária e da flexibilização de regulamentos, que acarretaram em mudanças na forma como as empresas competiam.

A crise no setor bancário possibilitou o aumento das participações de investidores individuais e institucionais, nacionais e estrangeiros, nas empresas japonesas, os quais fizeram pressão pela melhoria das divulgações e práticas de governança. (KATO *et al*, 2017).

A participação de investidores institucionais, com os preços das ações japonesas relativamente mais baixos, levaram a um aumento do investimento externo de cerca de 4% em 1990 para 22% em 2004. A participação de investidores domésticos diminuiu de mais de 45% em 1990 para 24% em 2003. Os investidores institucionais dos Estados Unidos e do Reino Unido representavam respectivamente 41,8% e 30,9% das participações estrangeiras em 2003 (YOSHIKAWA *et al*, 2007).

Entre 1993 e 2002, o governo japonês fez uma série de mudanças no Código de Comércio (CC) que aproximou a regulamentação japonesa aos mercados de

capitais de modelo ocidental, de forma a melhorar a governança, os incentivos à gestão e o valor para os acionistas. As mudanças auxiliaram na abertura do mercado de capitais, reduzindo a dependência dos bancos e as participações cruzadas entre as organizações (KATO *et al*, 2017).

Conforme Clarke (2017), o aumento dos investimentos estrangeiros acarretou em um maior número de diretores independentes nos conselhos, melhoria da responsabilidade e aumento da transparência. Contudo, a concepção do propósito de corporação japonesa difere do anglo-americano, quanto ao ideal de comunidade, as estratégias de negócios de longo prazo e o compromisso dos diretores e executivos com o sucesso comercial duradouro.

2.6.3 O modelo de governança corporativa no Brasil

Conforme La Porta *et al* (1998, 2000), o Estado, com a definição dos sistemas legais, financeiros, mercado de capitais, ordenamento jurídico e grau de proteção aos investidores, influencia diretamente na organização e no sistema de governança das empresas.

No Brasil a forma como a governança corporativa se desenvolveu está diretamente associada as diversas mudanças econômicas. O país foi marcado por períodos de forte intervenção estatal nos assuntos econômicos, que tinham como objetivo desenvolver a capacidade industrial para atender o mercado doméstico. Somente em 1970, com a crise do petróleo, houveram os primeiros incentivos para aumento das exportações, de forma controlar o aumento do preço da *commodity*. A partir dos anos 1990, com o baixo crescimento econômico e elevada inflação, o país abriu o mercado nacional para o comércio internacional. Em 1994, por meio de privatizações e pacotes econômicos, o governo alterou a sua forma de atuação, quanto o desenvolvimento econômico (RABELO; VASCONCELOS, 2002).

As privatizações realizadas pelo governo brasileiro propiciaram, por meio dos investidores internacionais, contato com diferentes modelos governança corporativa. Entretanto, o mercado de capitais brasileiro não teve grande desenvolvimento nesse período. Conforme Silveira (2015), somente a partir de 2004 com a melhoria das condições macroeconômicas que o mercado de capitais brasileiro teve aumento significativo, marcado pelas ofertas iniciais de abertura de capital (IPOs) de diversas empresas.

A melhoria das práticas de governança pelas empresas brasileiras foi influenciada diretamente pelo mercado, como também pela adoção de medidas governamentais e institucionais, dentre as quais destacam-se:

- a) a aprovação da Lei n. 6.404, de 1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, que surgiu com a intenção de modernizar o mercado de capitais do país. Ela buscava criar uma estrutura para o fortalecimento assim dar um impulso ao mercado, produzindo informações de qualidade e confiáveis, aos interessados, sobre o patrimônio da empresa;
- b) a fundação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1995;
- c) a publicação do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, pelo IBGC, em 1999, o primeiro código brasileiro sobre Governança Corporativa, o qual está na sua 5ª edição, publicada em 2015;
- d) o lançamento dos níveis diferenciados de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) , atual B3, em 2000;
- e) a aprovação da lei n. 10.303, de 2001, conhecida como a Nova Lei das Sociedades Anônimas, com alterações e acréscimos na Lei n. 6.404, de 1976, que segue a mesma direção da alterada, possuindo como linha mestra a preocupação com o fortalecimento do mercado de capitais do país;
- f) aprovação das Instruções n. 480 e n. 481, de 2009, da Comissão de Valores Mobiliários, exigindo que as empresas de capital aberto preencham o Formulário de Referência a partir de 2010;
- g) a aprovação da Lei n. 2.846, de 2013, conhecida como Lei Anticorrupção, que dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e representa um importante avanço ao prever a responsabilização objetiva, no âmbito civil e administrativo;
- h) o lançamento dos segmentos especiais de listagem Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, pela BM&FBOVESPA, atual B3, em 2014, com o objetivo de fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas via mercado de capitais;

- i) o lançamento do Programa Destaque em Governança de Estatais, pela BM&FBOVESPA, atual B3, em 2015, com o objetivo de incentivar as empresas estatais a aprimorarem as suas práticas e estruturas de governança;
- j) a aprovação da Lei n. 13.303, de 2016, conhecida como Nova Lei das Estatais, que estabelece uma série de mecanismos de transparência e governança a serem observados pelas estatais, dispondo sobre estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.
- k) a Resolução CMN nº 4.557/2017, que dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de capital. Dentre as inovações advindas, ressalta-se que as instituições financeiras deverão constituir comitê de risco (art. 45), composto por no mínimo 3 integrantes (art. 45, § 2º), em sua maioria independentes (art. 45, § 5º), para assessorar o conselho de administração a assuntos pertinentes a estrutura de gerenciamento de riscos e capital.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi fundado em 1995 sendo, desde então, referência no Brasil nas discussões a respeito do tema governança e sua atuação "contribui para o desempenho sustentável e influencia os agentes da sociedade no sentido de mais transparência, justiça e responsabilidade" (IBGC, 2018). Em 1999, o Instituto lançou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o primeiro código brasileiro sobre o tema (IBGC, 2018).

O Código, que está na sua 5ª edição, publicado em 2015, é o principal documento do IBGC, no qual constam recomendações de boas práticas de Governança com o intuito de contribuir com a evolução da Governança Corporativa de empresas e demais organizações. As recomendações do Código contemplam, em 5 capítulos, os temas sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle, conduta e conflito de interesses (IBGC, 2018).

Os níveis diferenciados de listagem da B3 (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) foram criados a partir da necessidade da existência de segmentos adequados aos diferentes perfis de companhias. As empresas que aderem voluntariamente a um dos segmentos comprometem-se com requisitos de governança corporativa diferenciados, os quais, ao assegurarem

maiores direitos aos acionistas, tendem a atrair os investidores e melhorarem a sua avaliação (B3, 2018).

O Bovespa Mais é um segmento destinado as empresas que pretendem acessar o mercado de forma gradual, com a finalidade de possibilitar o crescimento de pequenas e médias empresas por meio do mercado de capitais. O acesso gradual permite que a empresa se adeque a elevados padrões de governança corporativa e transparência, e ao mesmo tempo exponha a marca e aumente sua visibilidade. Esse segmento permite que a companhia efetue a listagem na Bolsa sem realizar IPO por até 7 anos. O segmento Bovespa Mais Nível 2 é semelhante ao Bovespa Mais, contudo as empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN) (B3, 2018).

As companhias listadas no segmento Nível 1 devem adotar práticas que possibilitem a transparência e a divulgação de informações adicionais às exigidas em lei. As principais características para listagem no Nível 1 são (B3, 2018):

- a) capital dividido em ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) conforme a legislação;
- b) comprometimento com a manutenção mínima de 25% das ações em circulação no mercado (*free float*);
- c) esforços para dispersão acionária por meio Ofertas Públicas de Distribuição de ações;
- d) composição do conselho de administração com no mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos;
- e) vedação quanto à acumulação dos cargos de Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo;
- f) divulgação de calendário de eventos corporativos;
- g) concessão de *tag along* de 80% para ações ON (conforme legislação).

O segmento de listagem Nível 2 exige das companhias, além das obrigações do Nível 1, a implementação de um conjunto mais amplo de proteções aos acionistas minoritários e de práticas de governança corporativa, destacando-se (B3, 2018):

- a) capital dividido em ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) (com direitos adicionais);

- b) composição do conselho de administração com no mínimo 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos;
- c) o Conselho de Administração deve se manifestar sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia;
- d) concessão de *tag along* de 100% para as ações ON e PN;
- e) Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado.

O segmento Novo Mercado foi lançado no ano 2000 e caracteriza-se pelo elevado padrão de governança corporativa. As empresas que nele ingressam se comprometem com adoção voluntária a práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação brasileira, que ampliam os direitos dos acionistas e instituem estruturas de fiscalização e controle. As principais regras do Novo Mercado relacionadas à estrutura de governança e direitos dos acionistas são:

- a) o capital deve ser composto somente por ações ON com direito a voto;
- b) comprometimento com a manutenção mínima de 25% das ações em circulação (*free float*), ou 15%, em caso de ADTV (*average daily trading volume*) superior a R\$ 25 milhões;
- c) todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%) atribuído às ações detidas pelo controlador, em caso de alienação do controle;
- d) Instalação de área de Auditoria Interna, função de *Compliance* e Comitê de Auditoria (estatutário ou não estatutário);
- e) composição do conselho de administração com no mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos;
- f) elaboração e divulgação de políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (exceto para a política de remuneração).

Em fevereiro de 2018 foi verificado que das 442 companhias listadas na B3, a bolsa de valores do Brasil, apenas 201 haviam aderido aos níveis diferenciados de listagem, distribuídas da seguinte forma: 14 empresas na Bovespa Mais; 1 empresa

na Bovespa Mais Nível 2; 26 empresas no Nível 1, 19 empresas no Nível 2 e 141 empresas no Novo Mercado.

O Programa Destaque em Governança de Estatais da B3 é destinado a estatais abertas ou em processo de abertura de capital com o objetivo de incentivar o aprimoramento das práticas e estruturas de governança corporativa. Por meio de medidas objetivas e concretas o programa possibilita a confiança dos investidores quanto à divulgação de informações e a condução dos negócios pelas empresas estatais. A adesão ao programa ocorre de forma voluntária e a certificação está condicionada ao atendimento das medidas previstas no Programa (B3, 2018).

A instrução CVM nº 480, de 07.12.2009, dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Um dos principais documentos advindos com a instrução é o Formulário de Referência, que deve ser arquivado na inscrição do emissor e anualmente, em até 05 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social (Art 24, § 1º). Trata-se de documento único no qual constam informações sobre o emissor, subdividido em 21 itens, conforme detalhamento constante do anexo 24 de referida instrução, dentre os quais destaque-se fatores de risco, política de gerenciamento de riscos e controles internos, negócios extraordinários, assembleia geral e administração, remuneração dos administradores e capital social. Registre-se que o documento centraliza informações relevantes sobre a empresa e torna-se um importante instrumento de acompanhamento para acionistas e demais interessados.

Estrin e Prevezer (2010), analisaram o papel das instituições informais em governança corporativa no Brasil, Rússia, Índia e China, constatando a presença de bons índices formais de governança corporativa, caracterizados por direitos aos acionistas, forte força de lei, baixo risco de expropriação e melhoria nos códigos de governança corporativa, os quais contrastam com um poder judiciário fraco e direitos de investidores mais baixos que a média da amostra. As empresas brasileiras foram caracterizadas como altamente regulamentadas, demonstrando uma imagem de governança corporativa mais ampla com leis e regulamentos reforçados.

O sistema brasileiro de governança apresenta as definições do modelo *insider systems*, que, conforme Maher e Andersson (2000), possui elevada concentração acionária, conflitos entre os proprietários controladores e os acionistas minoritários e dependência das instituições financeiras. Conforme o IBGC (2018), Clarke (2017) e

OECD (2015), podemos observar no modelo geral de governança das empresas brasileiras as seguintes características:

- a) elevada concentração de propriedade;
- b) predominância de grupos econômicos que exercem influência significativa de voto ou econômica nas empresas associadas;
- c) estreita rede de propriedade cruzada de empresas industriais com a participação de bancos como principais acionistas;
- d) forte presença de empresas familiares e controladas pelo Estado;
- e) presença de acionistas minoritários sem ativismo ordenado;
- f) papel relevante do mercado de dívida;
- g) disposições legais preservando os interesses dos *stakeholders*.

A adoção de melhores práticas de governanças pelas organizações brasileiras, aliada a crescente participação de investidores institucionais, possibilitou o financiamento das empresas por meio do mercado de capitais, alternativamente ao endividamento bancário. Conforme o IBGC (2018), o modelo de governança brasileiro está adquirindo traços do modelo anglo-saxão com “a crescente importância do mercado acionário como fonte de financiamento, o surgimento de algumas empresas com capital disperso e ativismo de acionistas ganhando importância” (IBGC, 2018).

Todavia, o sistema legal e o ordenamento jurídico brasileiro demonstram alinhamento ao conceito *enlightened stakeholder*, conforme definido por Jensen (2001), pois trata-se de uma relação que concilia os princípios da teoria dos *stakeholders* com a maximização do valor da empresa no horizonte temporal de longo prazo. Nesse sentido, a Lei n. 6.404, de 1976, Lei das Sociedades Anônimas, define no parágrafo único do artigo 116 que:

O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender (BRASIL, 1976).

Ainda, o artigo 154 da Lei n. 6.404, estabelece que “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa” (BRASIL, 1976).

A busca pela maximização do valor da empresa deve ocorrer respeitando as questões de ordem social. Entretanto, ressalta-se que a Lei n. 6.404, ao estabelecer que o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, “não afasta em absoluto o propósito desta de perseguir o objetivo empresarial para a qual foi estabelecida, muito menos significa o abandono ao seu fim lucrativo” (ROQUE, 2017, p. 42).

A função social da empresa tem como objetivo equilibrar os interesses individuais diante dos coletivos, pois apesar do direito à livre iniciativa, a relevância para a sociedade prevalece, de forma a preservar a dignidade da pessoa humana, conforme estabelecido na legislação brasileira (HONÓRIO; TUDISCO, 2017).

2.7 O PAPEL DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O conselho de administração é a figura mais representativa do sistema de governança corporativa, pois são suas atribuições acompanhar o desempenho gerencial, de forma que os acionistas recebam um retorno adequado aos seus investimentos; evitar conflitos de interesses; e equilibrar as demandas concorrentes da organização (MAHER; ANDERSSON, 2000).

O IBGC (2016) define o conselho de administração como um órgão colegiado responsável pelo processo de decisão do direcionamento estratégico das organizações atuando como representante dos sócios. O conselho é o principal elemento do sistema de governança, sendo sua responsabilidade resguardá-lo, como também os princípios e valores.

A forma como as organizações caracterizam e distribuem as etapas do processo decisório entre os agentes é fundamental para o sistema de governança, explicando a sobrevivência das organizações. Conforme Fama e Jensen (1983, p.303), o processo possui quatro etapas:

- (i) iniciação/geração de propostas para utilização de recursos e estruturação de contratos,
- (ii) ratificação/escolha das iniciativas de decisão a serem implementadas,
- (iii) implementação/execução de decisões ratificadas,
- (iv) monitoramento/medição do desempenho dos agentes de decisão e implementação de recompensas.

Fama e Jensen (1983), com base na separação da propriedade e do controle, dividem as quatro etapas do processo decisório em decisões de gestão e decisões de controle. As decisões de gestão contemplam as etapas de iniciação/geração de propostas e implementação/execução de decisões, que são responsabilidade da diretoria executiva. As decisões de controle incluem as etapas relacionadas a ratificação/escolha das iniciativas de decisão e monitoramento/medição do desempenho dos agentes, as quais devem estar vinculadas ao Conselho de Administração, de forma a garantir a perenidade da corporação e resguardar os interesses dos investidores. Todavia, a separação das decisões de controle e gestão não precisa ser total, pois a concepção está no fato de que um agente não exercer ambas as decisões individualmente.

As Sociedades Anônimas em funcionamento no Brasil são regidas pela Lei n. 6.404, de 1976, que no § 1º e § 2º, do artigo 138, definem o conselho de administração como um órgão de decisão colegiada, sendo sua presença obrigatória nas companhias abertas e nas de capital autorizado. Ainda, o artigo 142 define as seguintes competências ao conselho de administração:

- I fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
- IV convocar a assembleia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
- V manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- VIII autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- IX escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Ressalta-se que de acordo com as boas práticas de governança a atuação do conselho demanda mais esforços dos que os definidos na legislação, principalmente em relação a qualidade das informações divulgadas e nos resultados das organizações. As atividades de controle demandam “monitoramento da gestão e geração de relatórios de qualidade para os públicos externos”, e por meio das decisões estratégicas e do acompanhamento da gestão espera-se que “os conselhos

contribuam de maneira efetiva para melhorar o desempenho do negócio” (SILVEIRA, 2015, p. 149).

Além de monitorizar o desempenho da gestão, cabe ao conselho:

[...] supervisionar o sistema de gestão de riscos e os sistemas concebidos para assegurar que a sociedade obedece às leis aplicáveis, incluindo fiscais, de concorrência, laborais, ambientais, de igualdade de oportunidades, e leis de saúde e segurança. Em alguns países, as sociedades consideraram útil articular explicitamente as responsabilidades que o conselho assume e aquelas pelas quais a equipa de gestão é responsável (OCDE, 2016, p.51).

Nesse sentido, os conselheiros devem possuir uma série de competências e características, dentre as quais o IBGC (2015, p. 43) destaca:

- i. alinhamento e comprometimento com os princípios, valores e código de conduta da organização;
- ii. visão estratégica;
- iii. disposição para defender seu ponto de vista a partir de julgamento próprio;
- iv. capacidade de comunicação;
- v. disponibilidade de tempo;
- vi. capacidade de trabalhar em equipe;
- vii. conhecimento das melhores práticas de governança corporativa;
- viii. capacidade de interpretar relatórios gerenciais, contábeis e financeiros e não financeiros;
- ix. conhecimento sobre a legislação societária e a regulação;
- x. conhecimentos sobre gerenciamento de riscos.

Para que os conselhos cumpram todas as suas atribuições é necessário a existência de independência em relação à administração. Contudo, embora a ênfase nos sistemas externos seja sobre a independência, na realidade existe um problema muito grave que, como a administração, o conselho também pode se tornar enraizado e deixar de cumprir o seu papel (MAHER; ANDERSSOM, 2010, P. 14).

Todavia, de acordo com a OCDE (2016), “o conselho deve ser capaz de exercer um juízo objetivo e independente sobre os assuntos societários”, por meio de uma atuação isenta e objetiva em relação a gestão. Tais apontamentos ensejam cuidados quanto a definição da estrutura e composição dos conselhos, resguardando a existência de um número mínimo de membros independentes (OCDE, 2016, p. 58).

Os conselheiros são classificados conforme o IBGC (2015, p. 45) em três classes:

- a) **internos**: conselheiros que ocupam posição de diretores ou que são empregados da organização;
- b) **externos**: conselheiros sem vínculo atual comercial, empregatício ou de direção com a organização, mas que não são independentes, tais como ex-diretores e ex-empregados, advogados e consultores que prestam

serviços à empresa, sócios ou empregados do grupo controlador, de controladas ou de companhias do mesmo grupo econômico e seus parentes próximos e gestores de fundos com participação relevante;

- c) **independentes:** conselheiros externos que não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem ou possam influenciar, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no melhor interesse da organização.

2.7.1 As características do conselho e o desempenho corporativo

Diversos trabalhos que abordaram o tema governança corporativa discorreram a respeito de sua capacidade de influenciar, ou não, o desempenho das empresas. Contudo, ainda não existe consenso, quanto à abordagem e as técnicas para estudo do tema.

Apesar da diversidade de estudos e formas de abordagens do tema, em relação as técnicas de análise estatística e escolhas de variáveis, muitos autores já demonstraram sua relação com os resultados organizacionais.

Bonn *et al* (2004) verificaram o impacto do conselho de administração no desempenho de empresas japonesas e australianas. O desempenho foi mensurado de acordo com os indicadores *return on assets* (ROA), *return on equity* (ROE) e o quociente entre valor de mercado e valor contábil. As variáveis independentes foram o número total de conselheiros, percentual de mulheres no conselho, percentual de conselheiros externos e média de idade dos conselheiros. A amostra foi composta por 169 empresas japonesas e 109 australianas. As variáveis independentes foram coletadas no ano de 1998 e as variáveis dependentes em 1999, as quais foram analisadas por regressões múltiplas, separadas por país. Foi constatado que o número de membros do conselho e a idade dos diretores estava negativamente associado ao desempenho das empresas japonesas. Para as empresas australianas, a relação de conselheiros externos e a proporção de mulheres no conselho estavam positivamente associadas ao desempenho.

Pathan (2009) examinou a relevância da estrutura do conselho de administração na tomada de riscos bancários. A pesquisa definiu como variáveis dependentes risco total (TR), risco indiscrecional (IDIOR), risco sistêmico (SYSR), risco de retorno dos ativos (ARR), e risco de insolvência (Z-score). As variáveis independentes foram o número de conselheiros e percentual de membros

independentes. Ainda, foram utilizadas duas variáveis para verificar se CEO presidia o conselho e se possuía participação acionária no banco. Usando uma amostra de 212 grandes *holdings* bancárias nos Estados Unidos no período de 1997 a 2004, com 1.534 observações, o estudo concluiu que “*strong bank boards*”, caracterizados por conselhos menores e menos restritivos, afetam positivamente a tomada de risco bancário. Em contrapartida, o poder do CEO, caracterizada pela capacidade do CEO em controlar as decisões do conselho, afeta negativamente a tomada de riscos bancários.

Vieira (2010) analisou a relação entre práticas de governança e o desempenho de 142 empresas brasileiras de 2002 a 2008. Foi utilizado o Índice de Governança Corporativa (CGI), desenvolvido por Carvalho e Leal (2007), para verificar a variação anual da qualidade de governança, que classificou as empresas em grupos com variação positiva, negativa e neutra. Posteriormente, a autora calculou as variações de desempenho em cada um dos três grupos. Foi concluído que as variações na qualidade da governança impactam o desempenho das empresas. Contudo, não foi comprovado que a governança influencie o retorno das ações.

Tanna *et al* (2011) analisaram o impacto da estrutura do conselho de administração na eficiência de bancos do Reino Unido. Foi utilizada uma amostra de 17 instituições bancárias que operaram entre nos anos de 2001 a 2006. Primeiramente foi aplicada a técnica de Análise Envoltória de Dados (DEA) para estimar medidas de eficiência dos bancos e, em seguida, regressões de dados em painel para investigar o impacto da estrutura do conselho na eficiência. Foi verificado que um conselho maior contribui para a eficiência técnica, conselho, de custos e lucrativa, embora a significância desta associação não seja robusta. Em relação a composição do conselho, foi constatado que uma proporção maior de conselheiros não executivos tem um impacto fortemente positivo e significativo em todas as medidas de eficiência.

Melo *et al* (2013) analisaram 72 empresas, com os objetivos de identificar a relevância da Governança Corporativa nos seus desempenhos e avaliar se modelos mais elevados de governança proporcionam desempenhos superiores. Por meio da utilização da análise multivariada de dados (MANOVA), os autores concluíram que a governança corporativa é um fator relevante do desempenho empresarial.

Liang *et al* (2013) utilizando uma amostra com os 50 maiores bancos chineses, durante o período de 2003-2010, exploraram um conjunto abrangente de características do conselho de administração e analisaram seus impactos no desempenho dos bancos e na qualidade de seus ativos. Como variáveis dependentes foram utilizados os indicadores ROA, ROE, o índice de rentabilidade pré-provisão (lucro operacional em relação aos ativos totais) e indicadores para verificar a qualidade do crédito em relação às práticas de empréstimos dos bancos. As variáveis de características do conselho de administração incluíram o número de conselheiros; o número de reuniões durante o ano; a dupla posição de presidente do conselho e de presidente do banco; a proporção de conselheiros independentes; a proporção de diretores politicamente conectados ao conselho; a proporção de diretores que atuam em três ou mais conselhos; e, a proporção de diretores no conselho que são estrangeiros. Com a utilização da análise de dados em painel foi constatado que o número de reuniões do conselho e a proporção de conselheiros independentes têm impactos significativamente positivos, tanto no desempenho dos bancos como na qualidade dos ativos, enquanto o tamanho do conselho tem um impacto significativamente negativo no desempenho do banco.

Fidanoski *et al* (2014) verificaram a relevância do tamanho, composição do conselho, e qualidades do CEO dos bancos macedônios, em relação a sua performance. Foram definidas as variáveis dependentes ROA, ROE, nível de eficiência e custo de adequação de capital. Diante das características do sistema bancário macedônio, que exibe a governança corporativa de dois níveis, composta por *Supervisory board* (SB) e *Managing board* (MB), foi dada preferência ao SB, uma vez que suas responsabilidades possuem maior importância para a governança corporativa do banco. A partir dessa definição foram definidas as seguintes variáveis independentes: número de membros do *Supervisory board* (SB) e *Managing board* (MB), percentual de não executivos, estrangeiros, mulheres e Ph.D. no quadro do *Supervisory board* (SB). Ainda, foram definidas variáveis *dummy* para verificar se o CEO era estrangeiro, proprietário do banco e se estava na função a mais de 4 anos. Por meio do método de estimação dos Mínimos Quadrados Ordinário (OLS) foram analisados 15 bancos, no período de 2008 a 2011. Os principais resultados verificados demonstraram que o tamanho do conselho possui relação positiva com o ROA, e que a independência do conselho possui associação negativa com ROA e

ROE. Ainda, foi constatado que os bancos gerenciados por CEOs que ocupam esse cargo por um período mais longo, são mais rentáveis do que CEOs em seus primeiros quatro anos de mandato.

Battaglia *et al* (2014) publicaram o trabalho *Strong Boards, Risk Committee and Bank Performance: Evidence from Índia and China*, publicado no livro *Corporate Governance in Emerging Markets*. O trabalho verificou se os conselhos de administração e os mecanismos de governança corporativa relacionados ao gerenciamento de risco, de bancos chineses e indianos, possuem relação com melhores desempenhos na crise financeira de 2007 e 2008. Os conselhos foram verificados em relação às suas características da estrutura, utilizando a definição de Pathan (2009) para *Strong Board*, como um conselho com poucos membros, diretores mais independentes e elevada frequência de reuniões. Ainda, foi testada a relação entre desempenho e as características relacionadas ao gerenciamento de risco, conforme trabalho de Aebi *et al* (2012), sendo definidas as variáveis independentes: número de vezes que o comitê de risco dos bancos se reuniu e o número de membros do comitê de risco. O desempenho dos bancos foi mensurado pelos índices Tobin' Q e relação preço/lucro. Foi verificado que o desempenho dos bancos estudados não foi fortemente afetado pela composição dos conselhos de administração, mas pelas características do comitê de risco. A avaliação do mercado está negativamente associada ao tamanho do comitê de risco e positivamente associada ao número de reuniões do comitê.

Catapan e Colauto (2014) examinaram a relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras. As variáveis independentes foram baseadas no questionário proposto por Leal (2004), que aborda os aspectos de transparência, composição e funcionamento do conselho, controle e conduta, e direitos dos acionistas. O desempenho teve como variáveis a rentabilidade do ativo; rentabilidade do patrimônio líquido; lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Lajida)/PL, Lajida/Ativo, Tobin' Q. Foram analisadas 111 empresas, no período de 2010 a 2012, pela técnica estatística de dados em painel, sendo constatado que a governança possui relação estatisticamente significativa com os indicadores de desempenho, como também, com os indicadores de mercado.

Neto *et al* (2015), por meio dos testes de Turkey e Friedman, analisaram as performances das empresas com níveis de governança corporativa e empresas do mercado tradicional, considerando os períodos antes, durante e pós crise de 2008. Na análise foram formadas quatro carteiras de ações, as quais tiveram análises realizadas pelas medidas de performance: retorno, risco e retorno ajustado. As três hipóteses da pesquisa foram rejeitadas, não sendo comprovado, no período estudado, a eficácia das boas práticas de governança corporativa nas carteiras de ações verificadas.

Mohamed (2016) realizou uma pesquisa destacando e examinando as principais diferenças entre as práticas de governança corporativa entre bancos islâmicos e bancos convencionais do Oriente Médio. Foi proposto um modelo de regressão com a variável dependente práticas de governança corporativa. As variáveis independentes foram obtidas por meio de um questionário dividido nas categorias eficácia do *board*, conselho fiscal, direitos dos acionistas, compensação, transparência, auditoria e divulgação. Posteriormente o modelo foi validado pelo teste de Alfa de Cronbach. Foi demonstrado que a maior influência na explicação do modelo de regressão proposto por Mohamed foi ocasionada pela variável eficácia do *board*. Neste sentido, o autor destaca a necessidade de integrantes qualificados no quadro do *board*, os quais são responsáveis por gerenciar e definir planos estratégicos, que, de forma eficiente, podem influenciar no desempenho dos Bancos.

Kramaric e Pervan (2016) examinaram em que medida a estrutura do conselho influenciou ROE dos bancos croatas e caixas de poupança no período de 2002 a 2013. Foram utilizadas como variáveis independentes, em relação a estrutura do conselho e do seu órgão de supervisão, o gênero do presidente e o número de mulheres integrantes. A partir de um modelo econométrico foi definido um painel não balanceado, composto por 34 bancos. Os autores não documentaram nenhuma influência do gênero do presidente do conselho de administração sobre o desempenho do banco, bem como nenhuma influência do tamanho do conselho de supervisão no desempenho do banco. Além disso, a análise realizada forneceu evidências sobre a influência negativa da diversidade de gênero no desempenho dos bancos. Especificamente, o aumento da representação das mulheres nos conselhos de administração e supervisão afeta negativamente o desempenho dos bancos.

Chou e Buchdadi (2017), verificaram o impacto das variáveis de governança corporativa no desempenho dos bancos da Indonésia. Foram analisados 38 bancos, no período de 2013 até 2015, os quais foram divididos em 2 grupos, em razão do volume de seus ativos. As hipóteses da pesquisa verificaram de que forma a independência do conselho, número de reuniões e os comitês executivos, afetaram o desempenho dos bancos, mensurados por meio do ROA, margem de intermediação financeira (NIM) e Tobin's Q. Com a utilização de regressões de dados em painel foi constatado que o maior percentual de conselheiros independentes impactou positivamente a NIM dos maiores bancos. Em relação aos bancos de menor escala, a independência do *board* impactou positivamente o valor de mercado dos bancos. A pesquisa não verificou significância entre a independência do conselho e o ROA. Ainda, foi constatado que a porcentagem de comparecimento nas reuniões do conselho possui relação positiva com o ROA para os bancos pequenos e também tem um impacto positivo no NIM para os grandes bancos.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este capítulo apresenta a metodologia empregada nesta dissertação, com a definição da tipologia do estudo, variáveis, design da pesquisa, método, amostragem e coleta de dados.

3.1 TIPOLOGIA DO ESTUDO

Toda pesquisa tem como objetivo a busca de soluções e respostas aos problemas propostos. A pesquisa em administração “é uma função de busca da verdade que reúne, analisa, interpreta e relata informações de modo que as decisões administrativas se tornem mais eficazes” (HAIR, 2007, p.31).

O presente trabalho tem como objetivo estudar a relação entre o desempenho dos bancos brasileiros e sua estrutura de governança corporativa, com ênfase nas características do conselho de administração. Nesse sentido, conforme definido por Martins (2002), essa pesquisa pode ser classificada, em relação ao enfoque, como empírico-analítica, sendo a sua natureza descritiva e quantitativa, com a utilização técnicas estatísticas (MARTINS, 2002).

Contudo, a revisão da metodologia científica evidencia diversos referenciais quanto a tipologia dos estudos. Vergara (2009) propõe a classificação das pesquisas em função da finalidade e dos meios. Nesse mesmo sentido, Gil (2002) classifica as pesquisas com base nos seus objetivos e nos procedimentos técnicos utilizados. Quanto aos fins e objetivos essa pesquisa pode ser classificada como descritiva e explicativa, pois além da utilização da correlação entre as variáveis para caracterizar determinado evento, ainda esclarecerá de que forma um fato exerce influência sobre determinado fenômeno.

Ainda, conforme Vergara (2009) e Gil (2002), esta pesquisa, em relação aos meios e procedimentos, é caracterizada como bibliográfica, à medida que o estudo será baseado em materiais e informações disponibilizados aos públicos gerais, os quais serão extraídos das próprias empresas (fontes primárias) e de indicadores e bases de dados, disponibilizadas por outras organizações (fontes secundárias).

3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

O processo de definição das variáveis utilizadas na presente dissertação considerou os estudos relacionados ao tema da pesquisa, anteriormente abordados no capítulo 2.7.1. Conforme Tanna *et al* (2011), a quantidade de estudos relacionados aos impactos dos indicadores de governança corporativa no desempenho dos bancos é relativamente menor, em comparação com os que abordam empresas não financeiras. Contudo, o tema vem sendo amplamente discutido no cenário internacional.

Conforme definido no objetivo da pesquisa, foi verificado se o desempenho dos bancos brasileiros possui relação com as características das estruturas dos conselhos de administração. A definição das variáveis dependentes foi baseada em indicadores de desempenho, enquanto as variáveis independentes tratam de características relacionadas ao conselho de administração.

3.2.1 Variáveis dependentes

O desempenho foi mensurado por meio dos indicadores financeiros: retorno sobre os Ativos (ROA) e retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

O retorno sobre os Ativos (ROA) possui a finalidade de demonstrar a capacidade dos ativos da empresa em gerar resultados, sendo definido pela relação entre o Lucro Líquido e o Ativo Total.

O retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) demonstra o resultado do próprio recurso financeiro das companhias, quanto maior o percentual do ROE, melhor a rentabilidade das aplicações de seus recursos, sendo definido pela relação do lucro líquido e do patrimônio líquido.

Quadro 1: Variáveis dependentes

Variável	Descrição	Autores
Retorno sobre os Ativos (ROA)	Mensura a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa, definida pela relação entre o Lucro Líquido e o Ativo Total	Liang et al (2013); Fidanoski et al (2014); Pathan e Faff (2012); Bonn et al (2004); Chou e Buchdadi (2017); Pathan (2009); Hajer e Anis (2016); Adams e Mehran (2012); Abdul et al (2014); Belhaj e Mateus (2016); Andres e Vallelado (2008); Adams e Mehran (2008); Bukair e Rahman (2015); Isik e Ince (2016); Boussaada e Karmani (2015); Kilic (2015); Chaarani (2014)
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Mensura a rentabilidade sobre o patrimônio líquido da empresa, definida pela relação entre o Lucro líquido e o Patrimônio Líquido	Liang et al (2013); Fidanoski et al (2014); Kramaric e Pervan (2016); Pathan e Faff (2012); Pathan (2009); Hajer e Anis (2016); Belhaj e Mateus (2016); Bukair e Rahman (2015); Boussaada e Karmani (2015); Kilic (2015); Chaarani (2014)

Fonte: elaborado pelo autor.

3.2.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes utilizadas neste estudo foram baseadas em pesquisas que abordaram o mesmo tema no cenário internacional, conforme demonstrado no quadro 2 abaixo.

Quadro 2: Variáveis independentes

Variável	Descrição	Autores
TB	Definido pelo número de membros do conselho de administração.	Liang et al (2013); Fidanoski et al (2014); Kramaric e Pervan (2016); Pathan e Faff (2012); Bonn et al (2004); Pathan (2009); Hajer e Anis (2016); Adams e Mehran (2012); Abdul et al (2014); Belhaj e Mateus (2016); Andres e Vallelado (2008); Adams e Mehran (2008); Bukair e Rahman (2015); Chou e Buchdadi (2017); Isik e Ince (2016); Boussaada e Karmani (2015); Kilic (2015); Chaarani (2014)
CE	Definido pelo percentual de conselheiros externos em relação ao número total de membros conselho de administração.	Fidanoski et al (2014); Bonn et al (2004); Adams e Mehran (2012); Belhaj e Mateus (2016); Andres e Vallelado (2008); Adams e Mehran (2008); Bukair e Rahman (2015); Isik e Ince (2016)

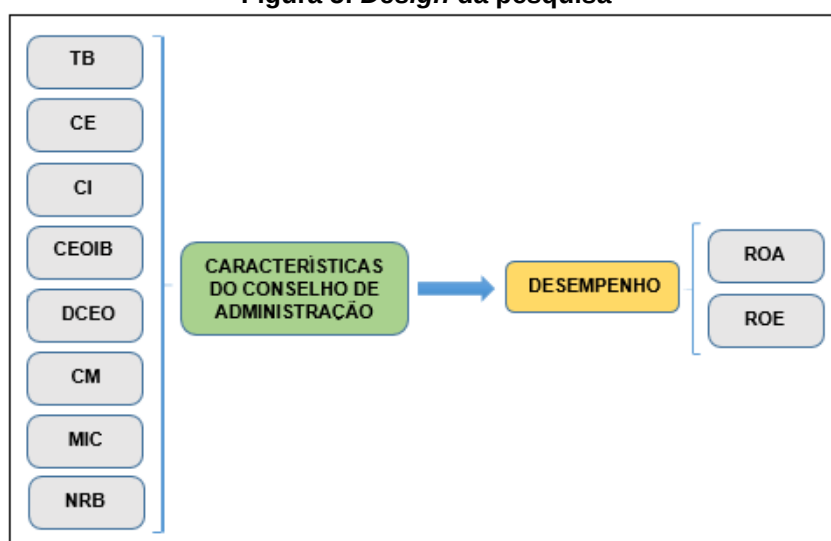
CI	Definido pelo percentual de conselheiros independentes em relação ao número total de membros do conselho de administração.	Liang et al (2013); Pathan e Faff (2012); Chou e Buchdadi (2017); Pathan (2009); Adams e Mehran (2012); Abdul et al (2014); Boussaada e Karmani (2015); Kilic (2015); Chaarani (2014)
CEOIB	Variável <i>dummy</i> que é igual a 1 se o CEO integra o conselho de administração, caso contrário, zero.	Chou e Buchdadi (2017); Patham (2009)
DCEO	Variável <i>dummy</i> que é igual a 1 se o CEO também presidir o conselho de administração, caso contrário, zero.	Liang et al (2013);Hajer e Anis (2016); Abdul et al (2014); Belhaj e Mateus (2016); Chou e Buchdadi (2017); Boussaada e Karmani (2015); Chaarani (2014)
CM	Definido pelo percentual de conselheiras mulheres em relação ao número total de membros do conselho de administração.	Liang et al (2013); Fidanoski et al (2014); Kramaric e Pervan (2016); Pathan e Faff (2012); Bonn et al (2004); Belhaj e Mateus (2016); Kilic (2015)
MIC	Mensurado pela média de idade dos conselheiros.	Liang et al (2013); Bonn et al (2004)
NRB	Número anual de reuniões do conselho de administração.	Liang et al (2013); Chou e Buchdadi (2017); Adams e Mehran (2012); Abdul et al (2014);Andres e Valledado (2008); Adams e Mehran (2008)

Fonte: elaborado pelo autor.

3.2.2 Design da pesquisa

A partir da definição das variáveis utilizadas na dissertação foi definido o *design* da pesquisa, conforme a figura 5 abaixo.

Figura 5: Design da pesquisa



Fonte: elaborado pelo autor.

3.3 MÉTODO

Marconi e Lakatos (2003, p.83) definem o método como “o conjunto de atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo - conhecimentos válidos e verdadeiros -, traçando o caminho a ser seguido”, de forma a auxiliar na detecção de erros e auxiliando nas decisões do cientista.

3.3.1 Definição do modelo

A partir da definição da quantidade de empresas analisadas e o intervalo de tempo definido, foi elaborado um painel de dados composto por 203 observações, demonstrando as variáveis dependentes e independentes de 29 bancos, no período de 2010 a 2016, sendo caracterizado como curto e desbalanceado. Os painéis curtos são caracterizados por possuírem maior número de observações em relação a quantidade de períodos. Em razão da ausência de dados, em determinados períodos, para alguns dos bancos integrantes da amostra o painel é caracterizado como desbalanceado.

Conforme Gujarati e Porter (2011, p. 587), será utilizada a técnica de análise de dados em painel, uma vez que “a mesma unidade de corte transversal [...] é acompanhada ao longo do tempo. Em síntese, os dados em painel têm uma dimensão espacial e outro temporal”.

Ainda, de acordo com Gujarati e Porter (2011), a análise de dados em painel

possibilita as seguintes vantagens:

- (i) disponibilização de dados mais informativos, com mais variabilidade e menor colinearidade entre as variáveis;
- (ii) maior grau de liberdade e eficiência;
- (iii) acompanhamento do comportamento da amostra ao longo do tempo;
- (iv) expansão do número de observações;
- (v) acompanhar os efeitos que não seriam observados em um corte transversal ou série temporal;
- (vi) análise de modelos comportamentais mais complexos.

Nesta pesquisa foram utilizadas as seguintes técnicas para análise de dados em painel: modelo de mínimos quadrados ordinários (MQO) para dados empilhados (pooled data); modelo de efeitos fixos (EF); e modelo de efeitos aleatórios (EA).

Para testar empiricamente se o desempenho dos bancos brasileiros possui relação com a estrutura dos conselhos de administração, foram definidos preliminarmente dois modelos econométricos, conforme demonstrado abaixo, baseados nas variáveis dependentes ROA e ROE. Os dois modelos propostos possuem as mesmas variáveis independentes.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TB_{i,t} + \beta_2 CE_{i,t} + \beta_3 CI_{i,t} + \beta_4 CEOIB_{i,t} + \beta_5 DCEO_{i,t} + \beta_6 CM_{i,t} + \beta_7 MIC_{i,t} + \beta_8 NRB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TB_{i,t} + \beta_2 CE_{i,t} + \beta_3 CI_{i,t} + \beta_4 CEOIB_{i,t} + \beta_5 DCEO_{i,t} + \beta_6 CM_{i,t} + \beta_7 MIC_{i,t} + \beta_8 NRB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

Onde:

- ROA* é a relação entre o Lucro Líquido e o Ativo Total do banco *i*, no período *t*;
- ROE* é a relação entre o Lucro líquido e o Patrimônio Líquido do banco *i*, no período *t*;
- TB* é o número total de membros do conselho de administração do banco *i*, no período *t*;
- CI* é percentual de conselheiros independentes em relação ao número total de membros do conselho de administração do banco *i*, no período *t*;
- CE* é o percentual de conselheiros externos em relação ao número total de membros do conselho de administração do banco *i*, no período *t*;
- CEOIB* refere-se à participação do diretor presidente como membro do conselho de administração, na forma de variável *dummy*, assumindo 1 quando confirmada a sua participação, do banco *i*, no período *t*;

<i>DCEO</i>	refere-se à segregação das funções de presidente do conselho de administração e do diretor-presidente, na forma de variável <i>dummy</i> , assumindo 1 quando os cargos são ocupados por uma mesma pessoa, do banco <i>i</i> , no período <i>t</i> ;
<i>CM</i>	é o percentual de conselheiras mulheres em relação ao número total de membros do conselho de administração do banco <i>i</i> , no período <i>t</i> ;
<i>MIC</i>	é a média de idade dos conselheiros do banco <i>i</i> , no período <i>t</i> ;
<i>NRB</i>	é o número total de reuniões do conselho de administração do banco <i>i</i> , no período <i>t</i> ;
ε_{it}	é o termo de erro do modelo.

3.3.2 Robustez dos dados

De forma a resguardar a robustez dos resultados obtidos na presente dissertação, por meio do método de dados em painel com controle dos efeitos seccionais, como também a definição da técnica mais apropriada para as análises dos modelos econométricos, foram realizados os seguintes procedimentos:

- Avaliação da presença de multicolinearidade entre as variáveis, por meio da matriz de correlação de Pearson, conforme as definições de Gujarati e Porter (2011);
- Realização do cálculo do *Variance Inflation Factor*, ou VIF, que avalia a colinearidade entre as séries, seguindo Dantas (2012);
- Realização do teste de Chow, para verificar a existência de efeitos individuais e confirmar a adequação da utilização de técnicas de dados em painel com efeitos fixos (EF) em detrimento do MQO, conforme Gujarati e Porter (2011);
- Realização do teste de Breusch-Pagan para verificar a existência de efeitos específicos em regressões realizados por MQO, de forma a avaliar a pertinência da utilização do modelo de painel com efeitos aleatórios (EA) em detrimento do MQO;
- Realização do teste de Hausman que permite de definir quais dos modelos, efeitos fixos ou efeitos aleatórios, é o mais apropriado para o modelo econométrico estudado.

3.3.3 Resultados esperados

O quadro 3 abaixo apresenta as variáveis independentes, com as características da estrutura do conselho de administração, utilizadas para verificar o impacto no desempenho dos bancos, e a relação esperada dos seus coeficientes em relação aos modelos propostos. A definição dos resultados esperados teve como base a revisão das principais teorias e os achados de estudos realizados anteriormente sobre o tema.

Quadro 3: Resultados esperados

Variáveis Independentes	ROA (3.1)	ROE (3.2)
	Efeito esperado no desempenho	Efeito esperado no desempenho
TB	+	+
CE	+	+
CI	+	+
CEOIB	-	-
DCEO	-	-
CM	+	+
MIC	+	+
NRB	+	+

Fonte: elaborado pelo autor.

3.4 AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS

As informações utilizadas nesta pesquisa integram um painel de dados anuais de companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nos setores de atividades “bancos” e “intermediação financeira”, com situação do registro na condição ativa em mais de 80% do período, compreendido de 2010 a 2016, e que tiveram os dados referentes as informações econômico-financeira publicados no site do Banco Central do Brasil (BACEN). Com base nas características definidas, foi obtida uma amostra de 29 companhias, conforme demonstrado no Apêndice A.

A definição do período analisado ocorreu em razão da baixa disponibilidade e dificuldade na obtenção de dados relacionados ao tema pesquisado anteriormente ao ano de 2010. A aprovação das Instruções n. 480 e n. 481, de 2009, pela Comissão de Valores Mobiliários, exigiu que os emissores de valores mobiliários divulgassem suas informações econômicas e financeiras no Formulário de Referências, formulário padronizado, a partir do ano de 2010. Por meio desse Formulário foram coletadas as

informações relacionadas as características dos Conselhos de Administração das companhias, considerando a última versão referente ao ano observado.

As informações econômico-financeira, utilizadas para definição das variáveis dependentes, retorno sobre os Ativos (ROA) e retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), *proxies* do desempenho, foram obtidas por meio das Informações para análise econômico-financeira disponibilizadas pelo Banco Central do Brasil (BACEN).

O tratamento estatístico dos dados foi realizado com a utilização dos *softwares* Pacote Econométrico Gretl, versão 2017d; IBM SPSS Statistics, versão 23; e Microsoft Excel, versão 2016 MSO.

Na coleta dos dados das variáveis foram utilizados os sistemas de informações apresentados no quadro 4 abaixo.

Quadro 4: Sistema de coleta de dados

Sistema de Informações	Dados Coletados
➤ Economatica ➤ Banco Central do Brasil (BACEN) - Informações para análise econômico-financeira	➤ Retorno sobre os Ativos (ROA) ➤ Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)
➤ Comissão de Valores Mobiliários (CVM) - Formulário de Referência ➤ <i>Bloomberg</i>	➤ Número de membros do conselho de administração (TB) ➤ Percentual de conselheiros externos (CE) ➤ Percentual de conselheiros independentes (CI) ➤ Participação do CEO como membro do conselho de administração (CEOIB) ➤ Segregação das funções de CEO e de presidente do conselho de administração (DCEO) ➤ Percentual de conselheiras mulheres (CM) ➤ Média de idade dos conselheiros (MIC) ➤ Número anual de reuniões do conselho de administração (NRB)

Fonte: Elaborado pelo autor

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com base na metodologia descrita na seção 3, neste capítulo foram realizadas a análise das estatísticas descritivas, análise univariada e matriz de correlação, testes de robustez, estimação dos modelos e resumo dos resultados.

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Os dados referentes as variáveis foram resumidos na tabela 1 abaixo, de forma a identificar as informações relativas ao desempenho e as principais características dos conselhos de administração dos bancos brasileiros.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis da pesquisa

		ROA	ROE	TB	CE	CI	CEOIB	DCEO	CM	MIC	NRB
Média	2010	3,80	21,83	6,78	85,58%	18,22%	0,67	0,11	8,72%	55,84	9,07
	2011	3,57	20,74	7,00	84,35%	21,12%	0,64	0,11	8,65%	55,72	9,36
	2012	3,19	18,99	6,76	82,61%	19,05%	0,66	0,07	9,04%	56,53	9,14
	2013	2,39	14,57	6,83	81,33%	17,47%	0,66	0,07	7,78%	56,16	9,35
	2014	2,46	10,61	6,93	81,06%	17,43%	0,69	0,10	9,40%	56,43	10,34
	2015	1,91	11,86	6,86	79,55%	17,20%	0,72	0,07	10,26%	56,53	10,00
	2016	2,03	10,00	7,04	79,61%	15,23%	0,74	0,07	6,27%	58,14	9,7
Amostra Total	Média	2,77	15,54	6,88	81,99%	17,97%	0,68	0,09	8,61%	56,46	9,57
	Mediana	2,24	16,64	6,00	83,33%	11,81%	1,00	0,00	0,00%	55,80	8,00
	Desvio	4,89	18,37	2,24	13,24%	19,54%	0,47	0,28	12,97%	7,74	5,48
	Mínimo	-24,81	-69,98	3,00	44,44%	0,00%	0,00	0,00	0,00%	38,80	1,00
	Máximo	28,05	65,58	13,00	100,00%	66,67%	1,00	1,00	60,00%	77,40	32,00

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* Gretl.

4.1.1 Desempenho

A mensuração do desempenho ocorreu por meio dos índices de retorno sobre os Ativos (ROA) e retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Foi verificado que o valor médio do ROA foi de 2,77, contudo o valor mínimo e máximo foram de -24,81 e 28,05 respectivamente. A análise do indicador ROE demonstrou um valor médio de 15,54, sendo o valor mínimo e máximo de -69,88 e 65,58 respectivamente. A variação verificada, entre os valores mínimos e máximos dos indicadores, acompanha os resultados de estudos anteriores, realizados em países em desenvolvimento, nos quais

foi constatado que a oscilação está relacionada a diferença do tamanho dos bancos (BATTAGLIA *et al*, 2014). Apesar da elevada diferença entre os valores dos indicadores ROA e ROE, ressalta-se que essa é uma das principais características do Sistema Financeiro Nacional.

4.1.2 Número de membros (TB)

O conselho de administração deve possuir um número de integrantes que assegurem a realização do seu papel de supervisão, cobrindo todos os assuntos necessários, com suficiente profundidade e robustez nas discussões dos problemas. Para tanto, deve revisar “periodicamente sua estrutura, tamanho e composição, bem como as estruturas e coordenação” (BIS, 2015, p. 15).

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (2015) recomenda que o conselho de administração seja composto por um número ímpar de membros, de cinco a onze, podendo variar “conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês” (IBGC, 2015, p. 43).

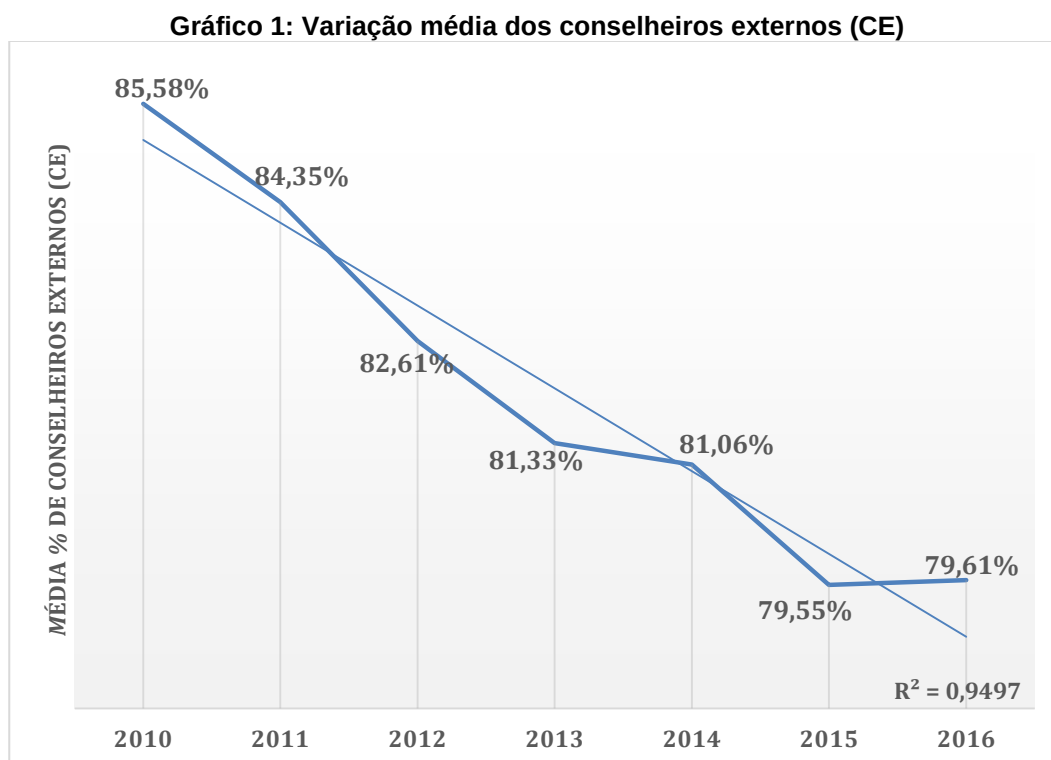
Foi verificado que o número de membros (TB) dos conselhos de administração dos bancos analisados possui um tamanho médio próximo a 7 integrantes, o qual não teve variação significativa durante os sete anos da amostra e estão de acordo com o previsto pelo IBGC.

4.1.3 Independência

O Código das Melhores Práticas do IBGC define que, “para promover a independência no julgamento de todos os conselheiros e a integridade do sistema de governança”, o quadro do conselho deveria ser composto apenas por conselheiros externos e independentes. Ainda, o percentual de conselheiros independentes deve ser relevante em relação ao total de conselheiros (IBGC, 2015, p. 45).

Foi verificado que, conforme a tabela 1, a média de conselheiros externos (CE) no período estudado é superior a 81%, em relação ao quadro total de conselheiros. Todavia, de acordo com o gráfico 1 abaixo, foi verificada elevada tendência de diminuição do percentual de participação de conselheiros externos (CE), com R^2 de

aproximadamente 0,95.

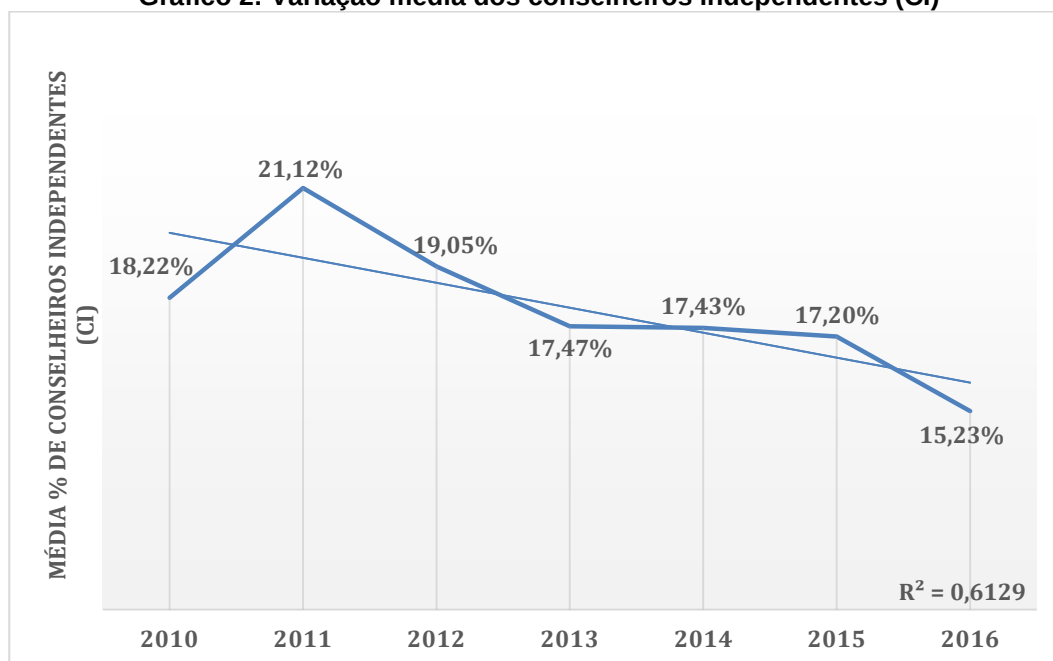


Fonte: elaborado pelo autor.

Em relação a participação de conselheiros independentes (CI), foi constatado, conforme o gráfico 2 a seguir, uma participação média de 17,97%, em relação ao quadro total de conselheiros, contrariado o recomendado no Código das Melhores Práticas, do IBGC (2015). Ainda, observa-se a tendência de diminuição, com R^2 de aproximadamente 0,61, do percentual de participação de conselheiros independentes.

Ressalta-se que os conselhos necessitam de independência em relação à administração para cumprir todas as suas atribuições (MAHER; ANDERSSOM, 2010). A OCDE (2016) ressalta que “o conselho deve ser capaz de exercer um juízo objetivo e independente sobre os assuntos societários”, devendo ser resguardada a existência de um número mínimo de membros independentes na estrutura e composição dos conselhos (OCDE, 2016, p. 58).

Gráfico 2: Variação média dos conselheiros independentes (CI)



Fonte: elaborado pelo autor.

Todavia, diferentemente do definido pelas diversas Instituições que abordam o tema governança corporativa, a exemplo do IBGC (2015) e OCDE (2016), foi constatada a diminuição da participação de conselheiros independentes (CI) e conselheiros externos (CE) nos conselhos de administração ao longo do período analisado, como também a tendência de diminuição dos mesmos.

Adicionalmente as variáveis de independência, CE e CI, foram incluídas na pesquisa duas variáveis *dummies*, com a finalidade de verificar a presença do diretor presidente como membro do conselho de administração (CEOIB) e a segregação das funções de presidente do conselho e de diretor-presidente (DCEO). De acordo com o IBGC (2015):

Para que não haja concentração de poder e prejuízo ao dever de supervisão do conselho em relação à diretoria, o acúmulo das funções de presidente e diretor-presidente por uma mesma pessoa deve ser evitado. O diretor-presidente não deve ser membro do conselho de administração, mas deve participar das reuniões como convidado (IBGC, 2015, p. 49).

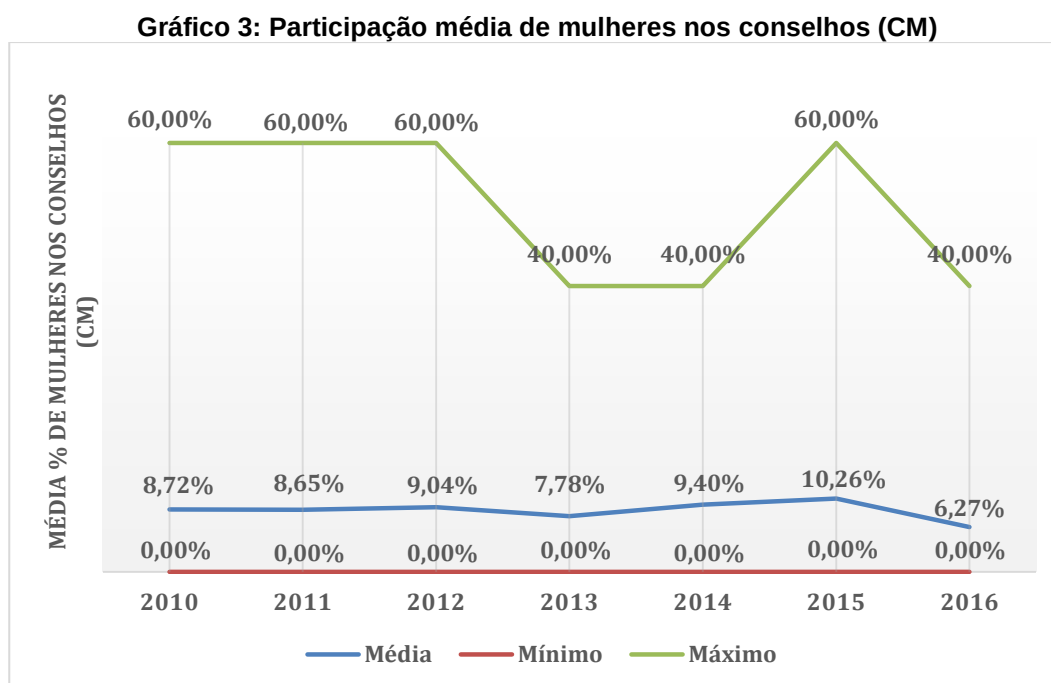
Conforme os dados da tabela 1, foi verificado que, no período analisado, a média de participação dos diretores-presidentes como membros dos conselhos de administração (CEOIB) foi de 68%. Ainda, foi constatado que, no mesmo período, a média de acúmulo das funções de presidente e diretor-presidente por uma mesma pessoa (DCEO) foi de 9%.

4.1.4 Diversidade

De acordo com o IBGC, a composição do conselho de administração deve contemplar “a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero”. Ainda, “deve garantir que a diretoria estabeleça e divulgue políticas que propiciem igualdade de oportunidades para o acesso de mulheres a posições de alta liderança na organização” (IBGC, 2015, p. 42).

Conselhos de administração com perfis de integrantes diversificados tendem a beneficiar a companhia diante do maior número de percepções no processo de tomada de decisão.

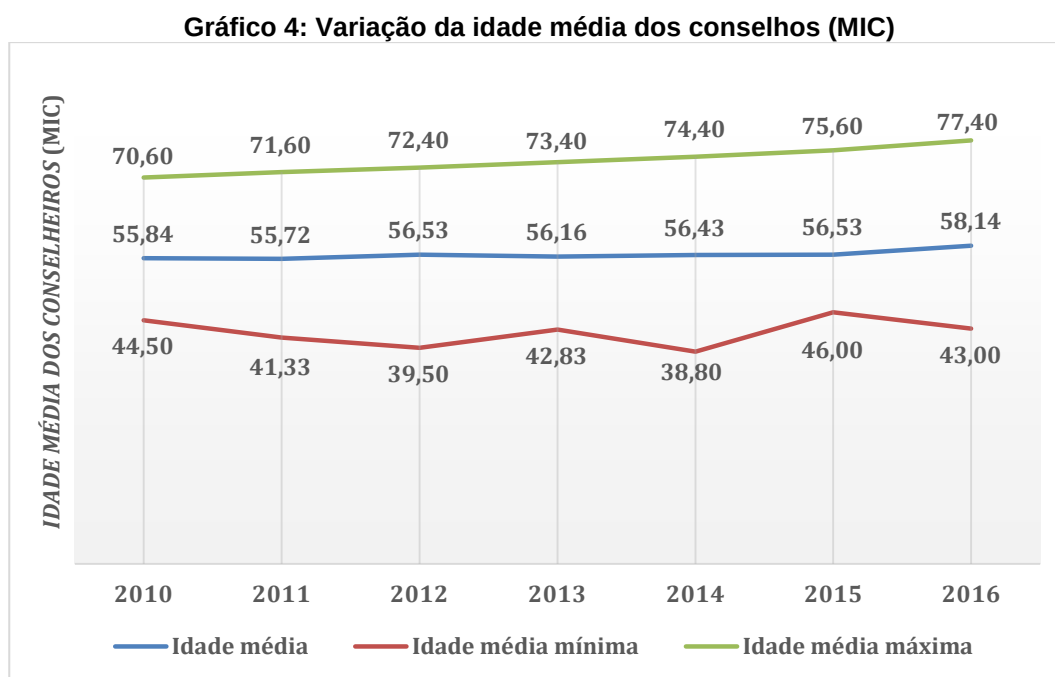
Contudo, apesar da orientação acerca dos benefícios propiciados pela diversidade na composição dos conselhos, observou-se que a participação média de mulheres (CM) foi inferior a 9% do quadro total de membros. Ressalta-se que apesar do aumento das discussões nos últimos anos, em relação as diferenças de tratamentos e oportunidades entre homens e mulheres, tal fato não refletiu na composição dos conselhos, conforme demonstra o gráfico 3 abaixo.



Fonte: elaborado pelo autor.

Em relação à média de idade dos conselheiros (MIC), foi observado, conforme dados da tabela 1, o valor médio de 56,27 anos por conselheiro. De acordo com o

gráfico 4 abaixo, a idade média mínima do conselho, ao longo do período, foi inferior a 50 anos, enquanto a idade média máxima foi superior a 70 anos.



Fonte: elaborado pelo autor.

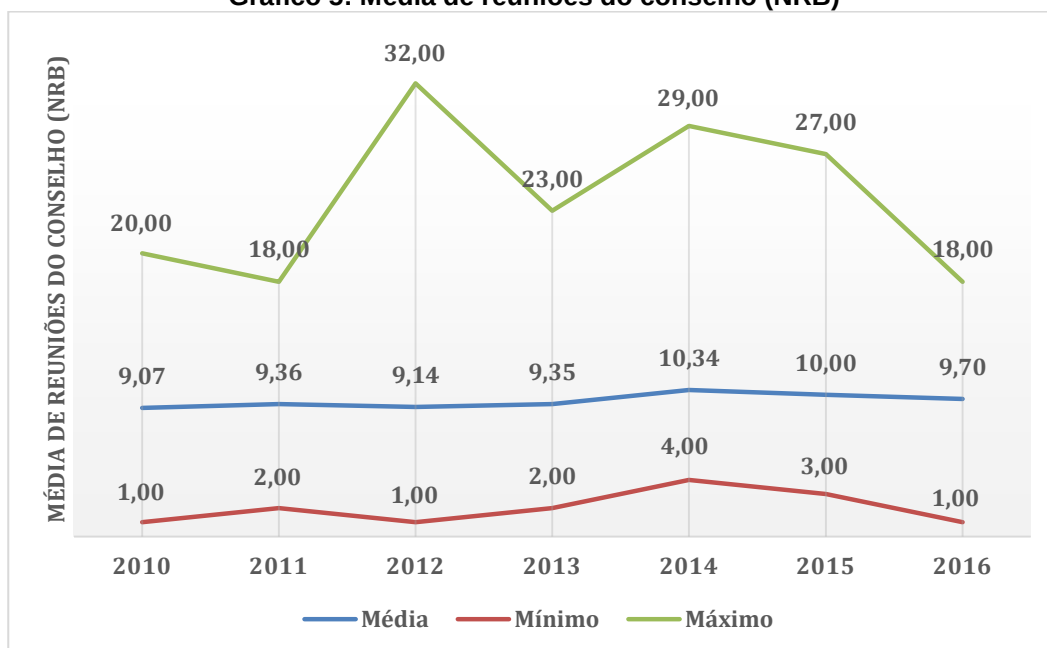
4.1.5 Número de reuniões do conselho de administração (NRB)

O conselho de administração se reuni de acordo com o calendário estabelecido para as reuniões ordinárias e quando necessário por meio de convocação de reuniões extraordinárias. A definição de um calendário prévio permite que o conselheiro tenha o tempo necessário para estudar temas estratégicos.

O Código das Melhores Práticas, do IBGC (2015), define que a quantidade reuniões deve garantir a “efetividade do conselho”. Contudo, não é aconselhável “frequência superior à mensal, sob o risco de o conselho vir a interferir indevidamente na gestão da organização, de competência da diretoria executiva” (IBGC, 2015, p. 62).

O número médio de reuniões dos conselhos dos bancos, no período analisado, foi de 9,57 encontros. Todavia, conforme o gráfico 6 abaixo, observa-se que em alguns Bancos ocorreu um número excessivo de reuniões, enquanto em outros, o número foi abaixo do mínimo necessário para garantir uma atuação efetiva, conforme definido pelo IBGC.

Gráfico 5: Média de reuniões do conselho (NRB)



Fonte: elaborado pelo autor.

4.2 ANÁLISE UNIVARIADA E MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Após a análise descritiva das variáveis é realizada a análise univariada e a verificação da matriz de correlação das variáveis dos modelos econométricos ROA (3.1) e ROE (3.2), conforme demonstrado nas tabelas 2 e 3 abaixo.

A matriz de correlação auxilia o pesquisador na comprovação da existência de covariação entre de duas variáveis, por meio da demonstração do coeficiente de correlação. Ao analisar a matriz de correlação é possível verificar preliminarmente a existência de indícios de multicolinearidade entre as variáveis. O coeficiente de correlação possui amplitude de -1 a +1, sendo o sinal relacionado apenas à direção da relação. A medida que se aproxima de +/- 1 o coeficiente será considerado mais forte (HAIR *et al*, 2007)

Conforme demonstrado na tabela 2, existe baixa correlação entre a variável dependente ROA e as variáveis explicativas. Ainda, observou-se a relação negativa entre ROA e as variáveis representativas do percentual de conselheiros externos (CE), percentual de conselheiras mulheres (CM) e da média de idade dos conselheiros (MIC).

Tabela 2: Análise univariada e matriz de correlação do modelo ROA (3.1)

		ROA	TB	CE	CI	CEOIB	DCEO	CM	MIC	NRB
ROA	C. de Pearson	1								
	Sig. (bilateral)									
	N	202								
TB	C. de Pearson	,259**	1							
	Sig. (bilateral)	,000								
	N	198	198							
CE	C. de Pearson	-,044	-,231**	1						
	Sig. (bilateral)	,540	,001							
	N	198	198	198						
CI	C. de Pearson	,010	-,022	-,090	1					
	Sig. (bilateral)	,894	,754	,208						
	N	198	198	198	198					
CEOIB	C. de Pearson	,017	,435**	-,505**	,044	1				
	Sig. (bilateral)	,812	,000	,000	,543					
	N	198	198	198	198	198				
DCEO	C. de Pearson	-,039	,032	-,331**	,133	,209**	1			
	Sig. (bilateral)	,581	,654	,000	,063	,003				
	N	198	198	198	198	198	198			
CM	C. de Pearson	-,133	-,094	,154*	-,349**	-,174*	,021	1		
	Sig. (bilateral)	,062	,189	,031	,000	,014	,766			
	N	198	198	198	198	198	198	198		
MIC	C. de Pearson	-,077	-,103	,103	,132	-,211**	,110	-,058	1	
	Sig. (bilateral)	,284	,148	,152	,064	,003	,123	,418		
	N	197	197	197	197	197	197	197	197	
NRB	C. de Pearson	,065	,092	,016	,335**	,176*	-,151*	-,099	-,153*	1
	Sig. (bilateral)	,364	,198	,824	,000	,013	,034	,166	,032	
	N	198	198	198	198	198	198	198	197	198

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* SPSS.

Em relação a variável dependente ROE, verificou-se, conforme a tabela 3, baixa correlação com as variáveis explicativas. Também foi constatada a relação negativa do ROE com as variáveis referentes ao número total de membros do conselho (TB), percentual de conselheiros independentes (CI) percentual de conselheiras mulheres (CM) e média de idade dos conselheiros (MIC).

Tabela 3: Análise univariada e matriz de correlação do modelo ROE (3.2)

		ROE	TB	CE	CI	CEOIB	DCEO	CM	MIC	NRB
ROE	C. de Pearson	1								
	Sig. (bilateral)									
	N	202								
TB	C. de Pearson	-,032	1							
	Sig. (bilateral)	,658								
	N	198	198							
CE	C. de Pearson	,023	-,231**	1						
	Sig. (bilateral)	,751	,001							
	N	198	198	198						
CI	C. de Pearson	-,146*	-,022	-,090	1					
	Sig. (bilateral)	,040	,754	,208						
	N	198	198	198	198					
CEOIB	C. de Pearson	,097	,435**	-,505**	,044	1				
	Sig. (bilateral)	,176	,000	,000	,543					
	N	198	198	198	198	198				
DCEO	C. de Pearson	,012	,032	-,331**	,133	,209**	1			
	Sig. (bilateral)	,863	,654	,000	,063	,003				
	N	198	198	198	198	198	198			
CM	C. de Pearson	-,123	-,094	,154*	-,349**	-,174*	,021	1		
	Sig. (bilateral)	,084	,189	,031	,000	,014	,766			
	N	198	198	198	198	198	198	198		
MIC	C. de Pearson	-,197**	-,103	,103	,132	-,211**	,110	-,058	1	
	Sig. (bilateral)	,005	,148	,152	,064	,003	,123	,418		
	N	197	197	197	197	197	197	197	197	
NRB	C. de Pearson	,062	,092	,016	,335**	,176*	-,151*	-,099	-,153*	1
	Sig. (bilateral)	,389	,198	,824	,000	,013	,034	,166	,032	
	N	198	198	198	198	198	198	198	197	198

*, A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

**, A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* SPSS.

Os modelos ROA (3.1) e ROE (3.2) possuem as mesmas variáveis independentes, sendo verificado o maior amplitude de correlação entre as variáveis *CEOIB* e *TB*, com coeficiente de 0,435, e *CEOIB* e *CE*, com coeficiente de 0,505. Contudo, com base em Gujarati e Porter (2011) e Hair *et al* (2007) os valores verificados não evidenciam problemas relacionados a multicolinearidade.

4.3 TESTES DE ROBUSTEZ

A análise da robustez dos dados deve ser realizada preliminarmente às regressões para resguardar a robustez dos resultados e garantir que os dados sejam analisados de acordo com a técnica mais adequada. Dessa forma, após a análise das estatísticas descritivas, da análise univariada e da matriz de correlação, foram realizados os testes de *Variance Inflation Factor* (VIF), teste de *Breusch-Pagan*, teste

de Chow e o teste de Hausman.

O teste *Variance Inflation Factor* (VIF), demonstrado na tabela 4, permite a identificação do risco de multicolinearidade entre as variáveis independentes dos modelos (3.1) e (3.2).

Tabela 4: Teste *Variance Inflation Factor* (VIF)

Variável	Teste VIF
TB	1,251
CE	1,455
CI	1,383
CEOIB	1,719
DCEO	1,212
CM	1,206
MIC	1,126
NRB	1,289

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* Gretl.

Seguindo Dantas (2012), valores de VIF superiores a 10 indicam sérios problemas de multicolinearidade. Todavia, os valores observados na tabela 5 demonstram a inexistência de problemas de multicolinearidade, uma vez que os valores ficam abaixo do parâmetro estabelecido.

O teste de Chow auxilia na escolha entre os modelos MQO e efeitos fixos, por meio da verificação da existência de efeitos individuais. Caso os coeficientes de regressão sejam os mesmos para todos os indivíduos do painel é aceito a hipótese H0, com a utilização do modelo MQO. A hipótese alternativa H1 define o modelo de efeitos fixos como opção apropriada (GUJARATI; PORTER, 2011).

A tabela 5 contém as estatísticas do teste de Chow para os modelos (3.1) e (3.2).

Tabela 5: Estatísticas do teste de Chow para os modelos ROA (3.1) e ROE (3.2)

	Modelo: ROA (3.1)	Modelo: ROE (3.2)
Teste de Chow	4,7597	3,2628
Conclusão	Rejeita H0: Há heterogeneidade individual	Rejeita H0: Há heterogeneidade individual

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* Gretl.

Os resultados apresentados na tabela 5, para os modelos (3.1) e (3.2), definem a rejeição da hipótese nula, que desconsidera heterogeneidade individual. Esse resultado demonstra que a utilização modelo MQO, não é a opção apropriada para o estudo.

A partir da constatação da heterogeneidade individual foi realizada a inclusão da variável C_i nos modelos econométricos ROA (3.1) e ROE (3.2), conforme demonstrado abaixo. A variável C_i representa o efeito a ser estimado de uma variável não observada, que varia entre os indivíduos da amostra.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TB_{i,t} + \beta_2 CE_{i,t} + \beta_3 CL_{i,t} + \beta_4 CEOI_{i,t} + \beta_5 DCEO_{i,t} + \beta_6 CM_{i,t} + \beta_7 MIC_{i,t} + \beta_8 NRB_{i,t} + C_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TB_{i,t} + \beta_2 CE_{i,t} + \beta_3 CL_{i,t} + \beta_4 CEOI_{i,t} + \beta_5 DCEO_{i,t} + \beta_6 CM_{i,t} + \beta_7 MIC_{i,t} + \beta_8 NRB_{i,t} + C_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4.2)$$

O teste de Breusch-Pagan permite verificar a existência de efeitos específicos em regressões realizados por MQO, o que constataria a insuficiência do modelo. O teste avalia a pertinência da utilização do modelo de painel com efeitos aleatórios em detrimento do MQO.

De acordo com a hipótese nula, a variância dos resíduos, que refletem diferenças individuais é igual a zero, sendo recomendado a utilização do MQO.

Tabela 6: Estatísticas do teste de Breusch-Pagan para os modelos ROA (4.1) e ROE (4.2)

	Modelo: ROA (4.1)	Modelo: ROE (4.2)
Teste de Breusch-Pagan	237,8070	74,5735
(p-valor)	1,18281E-48	5,84221E-18
Conclusão	Rejeita H0: a variância dos resíduos é diferente de zero	Rejeita H0: a variância dos resíduos é diferente de zero

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* Gretl.

Os resultados apresentados na tabela 6, para os modelos (4.1) e (4.2), demonstram que a variância dos resíduos é igual a zero. Dessa forma, com a rejeição da hipótese nula, a utilização modelo de efeitos aleatórios é recomendada para a análise dos dados dos modelos (4.1) e (4.2).

Para definição da escolha entre os modelos de efeitos fixos ou efeitos aleatórios foi realizado o teste de Hausman, detalhado na tabela 7, para os modelos (4.1) e (4.2).

Conforme definido por Hausman (1978), os resultados observados no intervalo entre 0,00 e 0,01 indicam que a utilização do modelo de painel com efeitos fixos é o mais adequado.

Tabela 7: Estatísticas do Teste de Hausman para os modelos ROA (4.1) e ROE (4.2)

	Modelo: ROA (4.1)	Modelo: ROE (4.2)
Teste de Hausman	5,2097	28,9357
(p-valor)	0,7349	0,0003
Conclusão	Não rejeita H0: Estimadores não diferem substancialmente	Rejeita H0: Estimadores diferem substancialmente

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* Gretl.

Seguindo Dantas (2012), foi verificado que o resultado do teste para o modelo (4.1) demonstra que os estimadores dos modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios não diferem substancialmente, sendo a utilização do modelo de painel com efeitos aleatórios o mais adequado.

Na análise do modelo (4.2) foi rejeitada a hipótese nula, de que os estimadores dos modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios não diferem substancialmente, tornando-se imprópria a utilização do modelo com efeitos aleatórios.

4.4 ESTIMAÇÃO DOS MODELOS

Após a realização da análise das estatísticas descritivas, análise univariada e matriz de correlação, e dos testes de robustez, foi assegurado a utilização do melhor modelo econométrico para o estudo da relação entre o desempenho dos bancos brasileiros e as características das estruturas dos conselhos de administração.

Conforme Gujarati e Porter (2011), foram definidos preliminarmente os modelos ROA (3.1) e ROE (3.2) para testar a relação proposta. Contudo, após a realização do teste de Chow foi verificado que a utilização modelo MQO, não era a opção apropriada para os dois modelos, pois os coeficientes de regressão diferem entre os bancos pesquisados. A partir dessa constatação foi necessário realizar a inclusão da variável C_i nos modelos ROA (3.1) e ROE (3.2), que representa o efeito a ser estimado de uma variável não observada, a qual varia entre os bancos da amostra. Com a inclusão da variável C_i foram definidos os modelos ROA (4.1) e ROE (4.2), detalhados abaixo, como base para a pesquisa.

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TB_{i,t} + \beta_2 CE_{i,t} + \beta_3 CL_{i,t} + \beta_4 CEOI_{i,t} + \beta_5 DCEO_{i,t} + \beta_6 CM_{i,t} + \beta_7 MIC_{i,t} + \beta_8 NRB_{i,t} + C_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4.1)$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TB_{i,t} + \beta_2 CE_{i,t} + \beta_3 CI_{i,t} + \beta_4 CEOIB_{i,t} + \beta_5 DCEO_{i,t} + \beta_6 CM_{i,t} + \beta_7 MIC_{i,t} + \beta_8 NRB_{i,t} + C_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4.2)$$

Na sequência foi realizado o teste de Hausman para os modelos (4.1) e (4.2), com a finalidade de verificar qual a seria a técnica mais apropriada, entre efeitos fixos (EF) ou efeitos aleatórios (EA), para utilizar em cada regressão. Foi constatado que para análise do modelo ROA (4.1) a técnica de efeitos aleatórios é a mais apropriada, enquanto para o modelo (ROE) 4.2 a utilização dos efeitos fixos é o recomendado.

4.4.1 Resultados do modelo de desempenho ROA (4.1)

A tabela 8 abaixo apresenta os principais resultados do teste empírico da análise da relação entre a variável dependente ROA, *proxy* de desempenho, e as variáveis independentes, com as características das estruturas dos conselhos de administração, por meio da utilização do modelo de dados em painéis com efeitos aleatórios (EA). Adicionalmente foram apresentados os resultados obtidos com os modelos de mínimos quadrados ordinários (MQO) e efeitos fixos (EF).

Os resultados verificados demonstraram elevada significância, em relação ao modelo proposto, para as variáveis número de membros do conselho de administração (TB) e percentual de conselheiras mulheres (CM). Em relação as variáveis percentuais de conselheiros externos (CE), percentual de conselheiros independentes (CI), participação do CEO como membro do conselho de administração (CEOIB), segregação das funções de CEO e de presidente do conselho de administração (DCEO), média de idade dos conselheiros (MIC) e número anual de reuniões do conselho de administração (NRB), não foram observados resultados significativos.

Tabela 8: Estimação dos modelos para variável de desempenho ROA

Variável	Resultado	MQO ROA (3.1)	EF ROA (4.1)	EA ROA (4.1)
const	Const (β)	3,42613	-10,258	-6,63192
	p-valor	0,404	0,0816*	0,1949
TB	Const (β)	0,672195	0,613786	0,622708
	p-valor	0,0001***	0,0395**	0,0090***
CE	Const (β)	-0,0141937	0,0293591	0,0203021
	p-valor	0,6514	0,4609	0,5601
CI	Const (β)	-0,0105643	0,00551267	0,0020236
	p-valor	0,6079	0,8561	0,9364
CEOIB	Const (β)	-1,94616	-0,927911	-1,06005
	p-valor	0,0427**	0,3609	0,2523
DCEO	Const (β)	-0,0885388	-1,34737	-1,33671
	p-valor	0,9484	0,3131	0,2655
CM	Const (β)	-0,0537734	-0,0995912	0,0888995
	p-valor	0,0631*	0,0074***	0,0067***
MIC	Const (β)	-0,0466916	0,143272	0,0909075
	p-valor	0,3181	0,0342**	0,1171
NRB	Const (β)	0,0538279	-0,0188122	-0,00914842
	p-valor	0,4453	0,7814	0,8862
Período		2010 - 2016	2010 - 2016	2010 - 2016
Observações		197	197	197
Bancos		29	29	29
R2		0,105806	0,740648	
Teste de Wald	p-valor		0	
Breusch-Pagan	p-valor			1,18281E-48
Hausman	p-valor			0,7349

*** Nível de Significância de 1% (p-valor < 0,01)

** Nível de Significância de 5% (p-valor < 0,05)

* Nível de Significância de 10% (p-valor < 0,1)

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* Gretl.

A variável representativa do número total de membros do conselho de administração dos bancos (TB) impactou de forma positiva, com coeficiente β de 0,622708, e com elevada significância, com p-valor de 0,009, o modelo ROA (4.1). Dessa forma, demonstra-se que os conselhos de administração compostos por um maior número de membros impactam positivamente o retorno sobre os Ativos (ROA).

Em algumas pesquisas foi evidenciado que o tamanho dos conselhos impactou de forma significativa e negativa o ROA, a exemplo das pesquisas realizadas por Liang *et al* (2013), Pathan e Faff (2012), Bonn *et al* (2004), Boussaada e Karmani (2015). Essa relação é justificada pela possibilidade de grandes conselhos estarem mais suscetíveis a ineficiência no processo de coordenação, comunicação e tomada de decisão. Contudo, o resultado verificado nesta pesquisa está em consonância com os achados de Fidanoski *et al* (2014), Adams e Mehran (2012), Abdul *et al* (2014),

Belhaj e Mateus (2016), Andres e Vallelado (2008) e Isik e Ince (2016), que definem que o maior número de membros auxilia no processo decisório, com o compartilhamento de conhecimento e diferentes visões.

O percentual de conselheiras mulheres (CM) impactou de forma significativa e negativa a proxy de desempenho ROA. Todavia, apesar da elevada significância, com p-valor de 0,0067, o coeficiente β observado foi de apenas -0,0888995.

A referida relação foi anteriormente pesquisada por Liang *et al* (2013), Fidanoski *et al* (2014), Kramaric e Pervan (2016), Pathan e Faff (2012), Bonn *et al* (2004), Belhaj e Mateus (2016) e Kilic (2015). Contudo apenas Kilic (2015) e Fidanoski *et al* (2014) evidenciaram significância nos estudos, os quais acompanham os achados desta pesquisa.

Conforme Simpson *et al* (2010), as evidências empíricas a respeito da relação do percentual de conselheiras e o desempenho corporativo não fornecem respostas definitivas, pois os resultados são desenvolvidos por meio de diferentes amostras e métodos estatísticos. Ainda, deve-se considerar à natureza dos fatores econômicos subjacentes à seleção do conselho e às ações do conselho e problemas metodológicos (SIMPSOM *et al*, 2010).

Em relação a variável percentual de conselheiros externos (CE), foi verificada a relação positiva com o ROA, embora a mesma não seja significativa. A relação positiva está alinhada aos achados de Bonn *et al* (2004) e Andres e Vallelado (2008), os quais argumentam que conselhos com maior número de representantes externos tendem a ter menos conflitos de interesses, sendo esperado uma relação positiva. Contudo, o resultado contraria Bukair e Rahman (2015), Fidanoski *et al* (2014) e Adams e Mehran (2008), uma vez que um elevado percentual de conselheiros externos pode prejudicar o papel consultivo dos conselhos, pois os conselheiros internos possuem mais informações relevantes que os conselheiros externos.

O comportamento da variável referente ao percentual de conselheiros independentes (CI) foi semelhante ao verificado com a variável CE, uma vez que demonstrou relação positiva e sem significância com o ROA. A relação positiva foi anteriormente constatada por Abdul *et al* (2014), Chaarani (2014) e Liang *et al* (2013), que definem os conselheiros independentes como mais profissionais no processo de decisão, podendo alcançar com maior facilidade a função de supervisão, reduzindo o conflito de interesses e melhorando o desempenho organizacional.

Em relação à participação do diretor presidente como membro do conselho de administração (CEOIB) e à segregação das funções de presidente do conselho e de diretor-presidente (DCEO), foi constatada uma relação negativa e não significativa entre as variáveis independentes e a proxy de desempenho ROA, com coeficiente β de -1,06005 e -1,33671 e p-valor de 0,2523 e 0,2655, respectivamente.

Seguindo os resultados de Liang *et al* (2013) e Bonn *et al* (2004), não foi verificada significância da média de idade dos conselheiros dos bancos (MIC) com o retorno sobre os Ativos (ROA). Conforme apontado pelos autores os conselheiros mais antigos têm uma vantagem em termos de experiências acumuladas, enquanto os gerentes mais jovens tendem a ter abordagens mais criativas e inovadoras, além de capacidade de aprendizado e memória superiores. Contudo, nesta pesquisa foi observado que conselheiros mais experientes impactam positivamente o modelo estudado.

O número total de reuniões do conselho de administração (NRB) apresentou uma relação negativa, com coeficiente β de -0,00914842, e sem significância com o retorno sobre os Ativos (ROA). Contrariamente ao observado, Abdul *et al* (2014) e Liang *et al* (2013) verificaram uma relação positiva, sendo argumentado que a frequência de reuniões do conselho aumenta a supervisão da diretoria executiva e consequentemente possibilita melhora do desempenho organizacional. Contudo, o IBGC (2015) alerta que a elevada frequência de reuniões pode ocasionar interferência “na gestão da organização, de competência da diretoria executiva” (IBGC, 2015, p. 62).

4.4.2 Resultados do modelo de desempenho ROE (4.2)

A tabela 9 abaixo apresenta os principais resultados da relação entre a variável dependente ROE, proxy de desempenho, e as variáveis independentes, por meio da utilização do modelo de dados em painéis com efeitos fixos (EF). Adicionalmente foram apresentados os resultados obtidos com os modelos de mínimos quadrados ordinários (MQO) e efeitos aleatórios (EA).

Os resultados verificados demonstraram significância, em relação ao modelo proposto, para as variáveis média de idade dos conselheiros (MIC), percentual de conselheiros independentes (CI) e segregação das funções de presidente do

conselho e de diretor-presidente (DCEO). Em relação as variáveis número de membros do conselho de administração (TB), percentual de conselheiros externos (CE), participação do CEO como membro do conselho de administração (CEOIB), percentual de conselheiras mulheres (CM) e número anual de reuniões do conselho de administração (NRB), não foram observados resultados significativos.

Tabela 9: Estimação dos modelos para variável de desempenho ROE

Variável	Resultado	MQO ROE (3.2)	EF ROA (4.2)	EA ROA (4.2)
const	Const (β)	32,8514	-38,2412	-5,12680
	p-valor	0,0264**	0,1311	0,8031
TB	Const (β)	-0,823066	0,138948	-0,0622396
	p-valor	0,1787	0,9132	0,9463
CE	Const (β)	0,144092	-0,0564094	0,0811937
	p-valor	0,2016	0,7419	0,5711
CI	Const (β)	-0,223150	0,217405	-0,0117036
	p-valor	0,0028***	0,098*	0,9077
CEOIB	Const (β)	3,48466	-5,32056	-1,18552
	p-valor	0,3093	0,2241	0,7628
DCEO	Const (β)	6,55344	10,8932	4,5077
	p-valor	0,1828	0,0592*	0,3767
CM	Const (β)	-0,303135	-0,0296527	-0,147893
	p-valor	0,0037***	0,8514	0,2752
MIC	Const (β)	-0,404350	1,02468	0,286498
	p-valor	0,0166**	0,0005***	0,2212
NRB	Const (β)	0,332269	-0,119513	0,0414983
	p-valor	0,1894	0,6821	0,8809
Período		2010 - 2016	2010 - 2016	2010 - 2016
Observações		197	197	197
Bancos		29	29	29
R2		0,119884	0,631842	
Teste de Wald	p-valor		0	
Breusch-Pagan	p-valor			5,84221E-18
Hausman	p-valor			0,0003

*** Nível de Significância de 1% (p-valor < 0,01)

** Nível de Significância de 5% (p-valor < 0,05)

* Nível de Significância de 10% (p-valor < 0,1)

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* Gretl.

A variável representativa da média de idade dos conselheiros (MIC) apresentou, em razão do modelo ROE (4.2), relação positiva, com coeficiente β de 1,02468, e elevada significância, com p-valor de 0,0005. Esse resultado demonstra que conselhos de administração com membros mais experientes tendem a influenciar positivamente o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

De acordo com Liang *et al* (2013), os conselheiros mais experientes podem

não ter incentivo, energia e conhecimentos necessários para monitorar e aconselhar ativamente a alta gerência, embora sua pesquisa não tenha verificado significância nessa relação. Contrapondo tais argumentos, esta pesquisa evidenciou que conselheiros mais experientes impactam positivamente o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE).

Em relação a variável referente ao percentual de conselheiros independentes (CI) foi observada uma relação positiva, com coeficiente β de 0,217405, e significativa, com p-valor de 0,098, com o modelo proposto. Liang *et al* (2013) e Pathan e Faff (2012) em suas pesquisas observaram essa relação como significativa e negativa, argumentando que os conselheiros independentes dos bancos estão associados apenas a conformidade regulatória e que a disponibilidade de conselheiros de alto desempenho pode ser limitada.

Contudo, o resultado dessa pesquisa está alinhado a Chaarani (2014), que verificou uma relação positiva e significativa, entre CI e ROE, uma vez que os conselheiros independentes representam uma importante linha de defesa para os proprietários e auxiliam no desempenho organizacional, pois são mais profissionais nas tomadas de decisões e auxiliam na redução do oportunismo dos principais executivos.

A variável representativa da segregação das funções de presidente do conselho e de diretor-presidente (DCEO) impactou de forma significativa e positiva o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), sendo verificado um p-valor de 0,0592 e coeficiente β de 10,8932. Apesar da relação positiva, esse resultado contraria a orientação do IBGC (2015), quanto ao acúmulo das funções de CEO e presidente do conselho por uma mesma pessoa, pois pode haver prejuízo na função de supervisão da diretoria executiva. Nesse sentido, Liang *et al* (2013) e Chaarani (2014) verificaram uma relação significativa e negativa entre DCEO e ROE, sendo argumentado que o empoderamento do CEO, ao acumular as duas funções, pode exigir menor uso de habilidades e conhecimentos, de forma a diminuir o desempenho dos bancos e aumentar a exposição à riscos.

O número total de membros do conselho de administração dos bancos (TB) impactou de forma positiva, todavia sem significância, o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Essa relação contraria os resultados verificados por Liang *et al* (2013), Pathan e Faff (2012), Hajer e Anis (2016), Belhaj e Mateus (2016), Bukair e Rahman

(2015) e Boussaada e Karmani (2015), que evidenciaram que o tamanho dos conselhos impactou de forma negativa o ROE. Contudo, o resultado verificado nesta pesquisa está em consonância com Kilic (2015), pois o maior número de conselheiros auxilia no processo decisório, com o compartilhamento de conhecimento e diferentes visões.

O percentual de conselheiros externos (CE), impactou de forma negativa a proxy de desempenho ROE, todavia sem significância. A relação negativa está alinhada aos achados de Bukair e Rahman (2015) e Fidanoski *et al* (2014), os quais argumentam que os conselheiros externos, em razão do baixo conhecimento da organização, prejudicam o papel consultivo dos conselhos. Todavia, conforme Belhaj e Mateus (2016), os conselhos com maior percentual de membros externos estão menos suscetíveis a decisões tendenciosas.

Em relação à participação do diretor presidente como membro do conselho de administração (CEOIB) foi constatada uma relação negativa e não significativa com o modelo proposto (4.2), com coeficiente β de $-5,32056$ e p-valor de $0,2241$.

O percentual de conselheiras mulheres (CM) não impactou de forma significativa o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Todavia, apesar do baixo coeficiente β , de $-0,0296527$, foi observada uma relação negativa entre essas variáveis. Esse comportamento foi semelhante ao verificado em relação a proxy de desempenho ROA.

O número total de reuniões do conselho de administração (NRB) apresentou relação negativa, com coeficiente β de $-0,119513$, e sem significância, com p-valor de $0,6821$, com o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Ressalta-se que nenhuma das pesquisas utilizadas como base para esta dissertação verificaram significância nessa relação.

4.4.3 Resumo dos resultados

O quadro abaixo com o resumo dos resultados demonstra de forma esquemática os achados mais relevantes, o sinal dos coeficientes esperados e observados, como também, em parênteses, o percentual de significância do coeficiente das variáveis independentes.

Quadro 5: Resumo dos resultados para os modelos ROA (4.1) e ROE (4.2)

Variáveis Independentes	ROA (4.1)			ROE (4.2)		
	Esperado	Observado	Significância	Esperado	Observado	Significância
TB	+	+ (1%)	sig.	+	+	não sig.
CE	+	+	não sig.	+	-	não sig.
CI	+	+	não sig.	+	+ (10%)	sig.
CEOIB	-	-	não sig.	-	-	não sig.
DCEO	-	-	não sig.	-	+ (10%)	sig.
CM	+	- (1%)	sig.	+	-	não sig.
MIC	+	+	não sig.	+	+ (1%)	sig.
NRB	+	-	não sig.	+	-	não sig.

Fonte: elaborado pelo autor por meio do *software* Gretl.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O fortalecimento dos sistemas financeiros tem sido um dos maiores desafios dos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Nesse contexto, a governança corporativa tem um papel de destaque, por meio da promoção da equidade, transparência e responsabilidade da empresa (BATTAGLIA et al, 2014).

As discussões a respeito da capacidade da governança corporativa influenciar o desempenho dos bancos vem sendo amplamente discutida no cenário internacional. Ao abordar esse assunto o objetivo principal desta pesquisa foi estudar a relação entre o desempenho dos bancos brasileiros e sua estrutura de governança corporativa, com ênfase nas características do conselho de administração. Foram definidas oito variáveis independentes, relativas as características dos conselhos, que foram relacionadas, por meio de regressões, as variáveis de desempenho retorno sobre os Ativos (ROA) e retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). A amostra foi composta por 29 companhias, analisadas no período de 2010 a 2016.

A partir das definições acima foi elaborado um painel de dados desbalanceados composto por 203 observações. A análise das estatísticas descritivas permitiu evidenciar as principais características dos conselhos de administração dos bancos brasileiros. Verificou-se, em média e aproximadamente, que: os conselhos possuem 7 integrantes; 81% dos conselheiros são externos, todavia somente 17,97% são independentes; em 68% dos conselhos o CEO participa como membro, sendo que em 9% dos casos também acumula a função de presidente do conselho; a participação de mulheres é inferior a 9% do total de membros; os conselheiros possuem 56 anos; e, os conselhos reúnem se 9 vezes por ano.

Em seguida foram realizados testes para resguardar a robustez dos resultados e garantir que os dados fossem analisados de acordo com a técnica mais adequada. A primeira regressão foi analisada pela técnica de efeitos aleatórios, sendo evidenciado que as características dos conselhos de administração, número de membros do conselho (TB) e percentual de conselheiras mulheres (CM) foram estatisticamente significantes, no nível de 1%, para explicar o retorno sobre os Ativos (ROA). Conforme o esperado a variável TB apresentou coeficiente β positivo. Em contrapartida, a variável CM apresentou coeficiente β negativo, contrariando o

comportamento anteriormente previsto. As demais variáveis independentes não apresentaram resultados estatisticamente significantes.

Ressalta-se que a relação entre o percentual de conselheiras mulheres (CM) e desempenho das companhias é muito difícil de se observar, pois os conselhos ainda não são suficientemente diversos e o percentual de conselheiras ainda é incipiente (GUERRA SANTOS, 2017). Conforme verificado nesta pesquisa, a participação média de mulheres nos conselhos foi inferior a 9%, sendo que alguns conselhos não tiveram a presença feminina em determinados períodos.

De acordo com Fidanoski *et al* (2014), a diversidade implica em potenciais conflitos, bem como um lento processo de tomada de decisão, fato que pode afetar os resultados de curto prazo. Contudo, conforme Jensen (2001), e a abordagem *enlightened stakeholder*, a maximização do valor da empresa deve ocorrer com base no horizonte temporal de longo prazo, sendo as discussões essenciais para o processo de decisão.

A segunda regressão foi analisada pela técnica de efeitos fixos sendo evidenciado que as características dos conselhos de administração, média de idade dos conselheiros (MIC), percentual de conselheiros independentes (CI) e segregação das funções de presidente do conselho e de diretor-presidente (DCEO), foram estatisticamente significantes, respectivamente, no nível de 10%, 1% e 1%, para explicar o retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). As variáveis MIC e CI apresentaram coeficientes β positivos, conforme o esperado. Contrariando o comportamento anteriormente previsto, a variável DCEO apresentou coeficiente β positivo. Não foram identificados resultados estatisticamente significantes para as demais variáveis independentes.

Diante dos objetivos propostos pela pesquisa, foram apresentadas as principais características dos conselhos de administração dos bancos brasileiros. A partir da definição de dois modelos econométricos foram verificadas quais as características dos conselhos de administração mais impactaram o desempenho dos bancos, sendo posteriormente analisadas as relações estatisticamente significantes.

A realização desta pesquisa amplia a fronteira do conhecimento sobre o tema governança corporativa. O assunto foi tratado anteriormente por diversos pesquisadores, sob diferentes abordagens e técnicas: Liang *et al* (2013), Fidanoski *et al* (2014), Pathan e Faff (2012), Bonn *et al* (2004), Chou e Buchdadi (2017), Pathan

(2009), Hajer e Anis (2016), Adams e Mehran (2012), Abdul *et al* (2014), Belhaj e Mateus (2016), Andres e Valledado (2008), Adams e Mehran (2008), Bukair e Rahman (2015), Isik e Ince (2016), Boussaada e Karmani (2015), Kilic (2015) e Chaarani (2014). Contudo, as pesquisas a respeito do tema abordado, mais especificamente relacionados ao sistema financeiro, carecem de novas publicações. Dessa forma, os resultados obtidos neste estudo contribuem para o fortalecimento do conhecimento da relação entre governança corporativa e o desempenho dos bancos.

Em relação as limitações da pesquisa, os resultados evidenciados se aplicam apenas ao público estudado, composto por companhias registradas na CVM, nos setores de atividades “bancos” e “intermediação financeira”, com a situação do registro na condição ativa em mais de 80% do período, compreendido de 2010 a 2016, e que tiveram os dados referentes as informações econômico-financeira publicados no site do BACEN. Em razão do caráter não probabilístico da amostra, os resultados não podem ser generalizados.

A partir da realização deste estudo, foi evidenciada uma diversidade significativa de abordagens e técnicas utilizadas para verificar as relações existentes entre governança corporativa e o desempenho organizacional.

Como proposição para estudos futuros, seria interessante, ao pesquisar o impacto da governança corporativa no desempenho organizacional, dividir a amostra pesquisada em *clusters* para verificar se os resultados estão relacionados às particularidades de cada grupo. Ainda, seria de se abordar a Resolução CMN nº 4557/2017, que trouxe a obrigatoriedade das instituições financeiras constituírem comitê de risco para assessorar o conselho de administração a assuntos pertinentes a estrutura de gerenciamento de riscos e capital. A exemplo de Battaglia *et al* (2014), que verificou se os conselhos de administração e os mecanismos de governança corporativa, relacionados ao gerenciamento de risco possuem relação com melhores desempenhos.

REFERÊNCIAS

- ABDUL, G. C. P.; MARIAPPAN, S.; THYAGARAJAN, S. Board characteristics and bank performance in India. **IIMB Management Review**, 2018. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0970389618300326>>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- ADAMS, R. B.; MEHRAN, H. Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. **Journal of Financial Intermediation**, v. 21, p. 243-267, 2012.
- ADAMS, R. B.; MEHRAN, H. Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry. **FRB of New York Staff Report No. 330**, 2008. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1150266>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- AEBI, V.; SABATO, G.; SCHMID, M. Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 12, p. 3213-3226, 2012.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, p. 777-795, 1972.
- ANDRES, P.; VALLELADO, E. Corporate governance in banking: The role of the board of directors. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, p. 2570-2580, 2008.
- AUGUSTO, C. A.; SOUZA, J. P.; CARIO, S. A. F. Estruturas de Governança: Um Olhar Sob a Ótica da Economia dos Custos de Transação, Economia dos Custos de Mensuração e Visão Baseada em Recursos. **Anais do XXXVI Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro (RJ), 2012.
- Banco Central do Brasil (Brasil) (Org). Resolução n. 4557, de 23 de fevereiro de 2017. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento de riscos e a estrutura de capital. 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50344/Res_4557_v1_O.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2018.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), Corporate governance principles for banks. 2015. Disponível em <<https://www.bis.org/bcbs/publ/d328.pdf>>. Acesso em: 20 jul. 2017.
- BATTAGLIA, F.; GALLO, A.; GRAZIANO, A. E. Strong Boards, Risk Committee and Bank Performance: Evidence from Índia and China (2014). **Corporate Governance in Emerging Markets**. Disponível em: <http://link.springer.com/chapter/10.1007%2F978-3-642-44955-0_4>. Acesso em: 15 mai. 2017.

BELHAJ, S.; MATEUS, C. Corporate Governance Impact on Bank Performance: Evidence from Europe. **Corporate Ownership & Control**, 2016. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2809063>. Acesso em: 10 fev. 2018.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BOAVENTURA, J. M. G.; CARDOSO, F. R.; SILVA, E. S.; SILVA, R. S.; DONAIRE, D. Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um Estudo sobre a Hierarquização das Funções-Objetivo em Empresas Brasileiras. **Anais do XXXII Encontro da ANPAD**. Rio de Janeiro (RJ), 2008.

BONN, I.; YOSHIKAWA, T.; PHAN, P. H. Effects of board structure on firm performance: A comparison of Japan and Australia. **Asian Business and Management**, v. 3, n. 1, p. 105-125, 2004.

BOTTENBERG, K.; TUSCHKE, A.; FLICKINGER, M. Corporate Governance Between Shareholder and Stakeholder Orientation. **Journal Of Management Inquiry**, [s.l.], v. 26, n. 2, p.165-180, 21 out. 2016.

BOUSSAADA, R.; KARMANI, M. Did Board of Directors Have an Impact on MENA Bank Performance? **International Journal of Economics and Finance**, v. 7, n. 4, p. 46-56, mar. 2015.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 15 dez. 2017.

BUKAIR, A. A.; RAHMAN, A. A. Bank performance and board of directors attributes by Islamic banks. **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management**, v. 8, n. 3p. 291-309, 2015.

B3 (Brasil) (Org.). **Empresas listadas**. 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 05 fev. 2018.

B3 (Brasil). **Governança de estatais**. 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/governanca-de-estatais/>. Acesso em: 05 fev. 2018.

B3 (Brasil). **Segmentos de listagem**. 2018. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 05 fev. 2018.

CAMPOS, T. L. C. Políticas para Stakeholders: um objetivo ou uma estratégia organizacional?. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, p. 111-130, 2006.

CARDOZO, J. S. S. Governança Corporativa: solução, paliativo ou modismo?. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 10, n. 2, p. 41-50, 2005.

CARVALHAL, R. L.; Bordeaux, R. R. Teoria do Agente, Teoria da Firma e os Mecanismos de Governança Corporativa no Brasil. **Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção (UFF)**, v. 10, p. 1-11, 2010.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, jul./set. 2014.

CHAARANI, H. E. The impact of corporate governance on the performance of Lebanese banks. **The International Journal of Business and Finance Research**, v. 8, n. 5, p. 35-46, 2014.

CLARKE, T. **International Corporate Governance: A Comparative Approach**. 2. ed. London and New York: Routledge. 2017. p. 734.

CHOU, TK.; BUCHDADI, A. Independent Board, Audit Committee, Risk Committee, the Meeting Attendance level and Its Impact on the Performance: A Study of Listed Banks in Indonesia. **International Journal of Business Administration**, v.8, n. 3, p. 24-36, 2017.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

Comissão de Valores Mobiliários (Brasil) (Org). **Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. 2009. Disponível em: <www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html> Acesso em: 05 fev, 2018.

CONCEIÇÃO, O. A. C. Os antigos, os novos e os neo-institucionalistas: há convergência teórica no pensamento institucionalista?. **Análise Econômica (UFRGS)**, Porto Alegre, v. 19, n.36, p. 25-46, 2001.

Council of Institutional Investor. **History**. 2018. Disponível em: <http://www.cii.org/cii_history>. Acesso em: 15 jan. 2018.

DANTAS, J. A.; **Auditoria em instituições financeiras: determinantes de qualidade no mercado brasileiro**. Ciências Contábeis – Universidade de Brasília. Tese de Doutorado, 2012. Disponível em: <http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/11751/1/2012_JoseAlvesDantas.pdf>. Acesso em: jan. 2018.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**, Ohio, v. 20, p. 65-91, 1995.

ESTRIN, S.; PREVEZER, M. The role of informal institutions in corporate governance: Brazil, Russia, India, and China compared. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 28, p. 41–67, 2010.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, 1983.

FIDANOSKI, F.; VESNA, M.; KIRIL, S. Corporate Governance and Bank Performance: Evidence from Macedonia. **Economic Analysis**, v. 47, n. 1-2, p. 76-99, 2014.

FREEMAN, R. E.; MCVEA, J. A Stakeholder Approach to Strategic Management (2001). **Darden Business School Working Paper No. 01-02**. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=263511>>. Acesso em: 20 jan. 2018.

FRIEDMAN, M. The social responsibility of business is to increase its profits. In L. P. Hartman **Perspectives in business ethics**. New York: McGraw-Hill International Editions, 1998.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 159 p.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: Editora Afiliada, 2011.

HAIR, J. F. Jr.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2007.

HAJER, C.; ANIS, J. Analysis of the Impact of Governance on Bank Performance: Case of Commercial Tunisian Banks. **Journal of the Knowledge Economy**, 2016. Disponível em: <<https://link.springer.com/article/10.1007/s13132-016-0376-6>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

HART, O. Corporate Governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v.105, n. 430, p. 678-689. May, 1995.

HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, p. 1251-1271, 1978.

HONÓRIO, R. O.; TUDISCO, M. A. M. A função social da empresa e sua ligação com o ordenamento jurídico. **Universitas**, n. 20, p. 37-58, 2017.

HOPT, K. J.; LEYENS, P. C. Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy. **European Company and Financial Law Review**, [s.l.], v. 1, n. 2, p.135-168, 1 ago. 2004.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015. 108p.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Brasil). **Histórico**. 2018. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/ibgc/o-ibgc/historico>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Brasil). **Linha do Tempo**. 2018. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca/linha-do-tempo>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (Brasil). **Principais modelos**. 2018. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/origens-da-governanca/principais-modelos>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

ISIK, O.; INCE, A. R. Board Size, Board Composition and Performance: An Investigation on Turkish Banks. **International Business Research**, v. 9, n. 2, p. 74-84, jan. 2016.

JACKSON, G. **Understanding corporate governance in the United States: An historical and theoretical reassessment**. Düsseldorf: Hans-böckler-stiftung, 2010. 90 p., n. 223. Disponível em: <<https://www.econstor.eu/handle/10419/116681>>. Acesso em: 10 jan. 2018.

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

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

JENSEN, M. C. Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v.14, n. 3, 2001.

KATO, K.; LI, M.; SKINNER, D. J. **Is Japan really a “Buy”? The corporate governance, cash holdings, and economic performance of Japanese companies**. 2016. Disponível em: <<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1958169>>. Acesso em: 15 dez. 2017.

KLEIN, B., CRAWFORD, R., ALCHIAN, A. Vertical Integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. **Journal of Law and Economics**, v. 28, p. 297-326, 1978.

KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 367-374, 1983.

KILIC, M. The Effect of Board Diversity on the Performance of Banks: Evidence from Turkey. **International Journal of Business and Management**, v. 10, n. 9, p. 182-192, ago. 2015.

KRAMARIC, P. K.; PERVAN, M. Does Board Structure Affect the Performance of Croatian Banks?. **Journal of Financial Studies & Research**, Vol. 2016 (2016), p. 1-10, abr. 2016.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155. Dez. 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v.58, p.3-27. 2000.

LEAL, R. P. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração de Empresas da USP**, v. 39, n.4, p. 327-337, 2004.

LEVINE, R. The Corporate Governance of Banks - a concise discussion of concepts and evidence, World Bank. **Policy Research Working Paper**, n. 3404, set. 2004. No. 3404, September. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14239>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

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

MAHER, M.; ANDERSSON, T. Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. 2000. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=218490>>. Acesso em: 13 dez. 2017.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MELO, R. S.; BATISTA, P. C. S.; MACEDO, A. C. M.; COSTA, R. B. L. A Contribuição da Governança Corporativa para o Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **REGE Revista de Gestão**, São Paulo, v. 20, n. 1, p. 79-92, mar. 2013.

MOHAMED, W. M. H. Corporate Governance Practices of the Middle East Banking Sector: A Comparative Analysis between Islamic and Conventional Banks. **Journal of Finance and Bank Management**, v. 4, n. 1, p. 99-111, jun. 2016.

NETO, O. C.; RIBEIRO, K. C. S., NETO, O. J. O.; ROGERS, D. Avaliação das Performances das Práticas de Governança Corporativa: Uma Análise Multiperíodo em Empresas Listadas no Brasil. **Revista de Governança Corporativa**, v. 2, n. 1, p. 66-93, mai. 2015.

OECD (Paris). **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em: 01 fev. 2018.

OECD (Paris) (Org.). **Corporate Governance of Company Groups in Latin America**. 2015. Chapter 3. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264241725-en>>. Acesso em: 01 fev. 2018.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 132 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

PATHAN, S. Strong boards, CEO power and bank risk-taking. **Journal of Banking and Finance**, v. 33, n. 7, p. 1340–1350, 2009.

PATHAN, S.; FAFF, R. Does board structure in banks really affect their performance? **Journal of Banking & Finance**, v. 37, n. 5, p. 1573-1589, mai. 2013.

PROWSE, S. D. The Structure of Corporate Ownership in Japan. **The Journal of Finance**, v. 47, n.3, p. 1121 - 1140, jul. 1992.

PROWSE, S. Corporate Governance in an international perspective: a survey of corporate governance mechanisms among large firms in the United States, the UK, Japan and Germany. **BIS economic papers** n.41. mai. 1994.

RIBEIRO, M. N. **Aspectos jurídicos de governança corporativa**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 192.

ROQUE, P. R. **Governança corporativa de bancos e a crise financeira mundial: análise corporativa de fontes do cenário brasileiro**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2017.351 p.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. RAE. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, p. 1-20, 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, A. L. C. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). In: Albert Chong; Florencio Lopes-de-Silanes. (Org.). **Investor Protection and Corporate Governance: Firm-Level Evidence Across Latin America**. 1. ed. Palo Alto: Stanford University Press, v. 1, p. 213-288, 2007.

SILVEIRA, A D. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (doutorado) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. 370 p.

SIMPSON, W. G.; CARTER, D.; SOUZA, F. P. What Do We Know About Women on Boards? **Journal of Applied Finance**, v. 20, n. 2, nov. 2010.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. Does Corporate Governance Influence the Efficiency of Brazilian Companies?. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 65, p. 145-160, mai./ago. 2014.

TANNA, S.; PASIOURAS, F.; NNADI, M.. The effect of board size and composition on the efficiency of UK banks. **International Journal of the Economics of Business**, v. 18, n. 3, p. 441-462. 2011

TARANTINO, A. CORPORATE GOVERNANCE: FRANCE. In: TARANTINO, Anthony. **Governance, Risk, and Compliance Handbook: Technology, Finance, Environmental, and International Guidance and Best Practices**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008. Cap. 54, p. 769-779.

VIEIRA, M. F. C. **Governança Corporativa e Desempenho de Empresas**: Novas Evidências do Caso Brasileiro. 2010. 25 f. Dissertação de Mestrado - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. 2010.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

YAMAMOTO, K. THE GUIDE TO GLOBAL COMPLIANCE: THE NATIONAL CHAPTER-JAPAN. In: TARANTINO, Anthony. **Governance, Risk, and Compliance Handbook: Technology, Finance, Environmental, and International Guidance and Best Practices**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008. Cap. 59. p. 827-838.

YOSHIKAWA, T.; TSUI-AUCH, L. S.; MCGUIRE, J. Corporate Governance Reform as Institutional Innovation: The Case of Japan. **Organization Science**, [s.l.], v. 18, n. 6, p.973-988, dez. 2007.

WILLIAMSON, O. Managerial discretion and business behavior. **American Economic Review**, v. 53, p. 1032-1055, 1964.

WILLIAMSON, O. The vertical integration of production: market failure considerations. **American Economic Review, Papers and Proceedings**, v. 63, p. 316-325, 1971.

WILLIAMSON, O. Corporate Finance and Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.

APÊNDICE A – Relação de Bancos

Quadro 6: Relação de bancos

Denominação Social	Código CVM	Código Bacen	Setor De Atividade
Banco ABC Brasil S/A	20958	28195667	Bancos
Banco Alfa de Investimento SA	1384	60770336	Bancos
Banco Bradesco S.A.	906	60746948	Bancos
Banco BTG Pactual S/A	22616	30306294	Bancos
Banco da Amazônia S.A.	922	4902979	Intermediação financeira
Banco Daycoval S.A.	20796	62232889	Bancos
Banco do Brasil S.A.	1023	0	Bancos
Banco do Estado de Sergipe S.A.	1120	13009717	Bancos
Banco do Estado do Pará S/A.	1171	4913711	Bancos
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A.	1210	92702067	Bancos
Banco do Nordeste do Brasil SA	1228	7237373	Bancos
Banco Industrial do Brasil	21377	31895683	Bancos
Banco Indusval S.A.	20885	61024352	Bancos
Banco Mercantil Brasil SA	1325	17184037	Bancos
Banco Mercantil de Investimentos S.A.	1309	34169557	Bancos
Banco Pan SA	21199	59285411	Bancos
Banco Pine S/A	20567	62144175	Bancos
Banco RCI Brasil S.A.	21466	62307848	Bancos
Banco Santander (Brasil) S.A.	20532	90400888	Bancos
Banco Sofisa SA	20680	60889128	Bancos
Banestes SA Banco do Estado do Espírito Santo	1155	28127603	Bancos
BRB - Banco de Brasília SA	14206	208	Bancos
China Construction Bank (Brasil) Banco Múltiplo S.A.	21113	7450604	Bancos
Companhia de Crédito Financiamento e Investimento RCI Brasil	22993	61784278	Bancos
Financeira Alfa S.A. - Crédito, Financiamento e Investimento	3891	17167412	Bancos
Finansinos S/A - Crédito, Financiamento e Investimento	6076	91669747	Bancos
Itaú Unibanco Holding S.A.	19348	60872504	Bancos
Mercantil do Brasil Financeira SA CFI	8540	33040601	Bancos
Paraná Banco S.A.	20729	14388334	Bancos

Fonte: elaborado pelo autor com base na CVM (2017) e BACEN (2017).