



Disponível em
<http://www.anpad.org.br/rac>

RAC, Rio de Janeiro, v. 21, Edição Especial FCG,
art. 4, pp. 63-83, Abril 2017
<http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160053>



Determinantes dos Papéis dos Conselhos de Administração de Empresas Brasileiras

Determinants of the Roles Boards of Directors Have in Brazilian Companies

Raimundo Marciano de Freitas Neto¹
Anderson Luiz Rezende Mol¹

Universidade Federal do Rio Grande do Norte¹

Artigo recebido em 14.03.2016. Última versão recebida em 21.10.2016. Aprovado em 22.10.2016.

Resumo

O presente estudo analisa a relação entre os papéis gerencial e supervisorio dos Conselhos de Administração de 108 empresas listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa e as variáveis de governança corporativa reportadas pela literatura acadêmica que, potencialmente, possam interferir na dominância de cada função nas reuniões dos Conselhos. A determinação do papel foi realizada por análise de conteúdo, adaptando o modelo de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), enquanto a avaliação das determinantes foi realizada por meio de Regressões Beta e Logística, utilizando-se, respectivamente, a proporção de tópicos gerenciais em relação ao total, e uma classificação binária de acordo com a dominância. Foram avaliadas as Atas e os Formulários de Referências divulgados para os anos-base de 2010 a 2013, sendo analisadas apenas empresas que apresentassem os dados referentes a todo o período. Detectou-se que os Conselhos exercem papéis gerenciais com maior frequência que o supervisorio, e que as variáveis mais importantes para a determinação do papel são a presença de um ex-CEO no Conselho de Administração e a existência de um Conselho Fiscal instalado, ambos contribuindo positivamente para a predominância do Gerencial sobre o Supervisorio.

Palavras-chave: conselhos de administração; papel gerencial; papel supervisorio.

Abstract

This paper analyses the relationship between the managerial and supervisory roles played by the boards of directors of 108 companies listed on BM&FBovespa's (Brazilian stock market) Novo Mercado and corporate governance variables reported by academic literature that could potentially interfere with the dominance of this role in board meetings. The dominant role was verified through a content analysis based on Schwartz-Ziv and Weisbach's model (2013), while logistic and beta regressions were used to evaluate the determinants, respectively using the ratio of management topics over the total and a binary classification according to this dominance. Board minutes and tax forms from 2010-2013 were analyzed for companies with data for the entire period. Boards were found to play a managerial role more often than a supervisory one, with the most important variables for determining the role are the presence of an ex-CEO on the board and the existence of a fiscal council, with both contributing positively to the predominance for managerial over supervisory.

Key words: board of directors; managerial role; supervisory role.

Introdução

A estrutura do Conselho de Administração (CA) tem sido investigada em diversos estudos. São discutidos aspectos particulares dos conselheiros, como a necessidade de conselheiros independentes (Liu, Miletkov, Wei, & Yang, 2015), exclusivamente pertencentes aos CA, ou com poucas atividades desenvolvidas fora da empresa onde atuam (Falato, Kadyrzhanova, & Lel, 2014) e características relacionadas à firma, como a relação desse órgão com o desempenho empresarial (Jermias & Gani, 2014).

As características da atuação do Conselho, contudo, têm recebido menos atenção da Academia. O objetivo convergente das pesquisas nessa área tem sido o de investigar se os CAs estão desempenhando atividades primordialmente caracterizadas como de supervisão ou de gerenciamento. Isto é, se estão predominantemente exercendo um papel ativo no processo decisório ou o de um órgão fiscalizador (Baldenius, Melumad, & Meng, 2014; Cheung, Chung, Tan, & Wang, 2013; Schwartz-Ziv & Weisbach, 2013).

Nessa perspectiva, o objetivo deste trabalho é investigar, dentre um conjunto de variáveis reportadas na literatura, as determinantes da adoção do papel predominantemente desempenhado pelos Conselhos de Administração das empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa.

No mercado israelense, o estudo de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) tentou compreender qual o papel desempenhado pelos Conselhos de empresas nas quais o governo local possuía participação, realizando uma análise de conteúdo dos tópicos debatidos em reuniões do CA. No Brasil, Martins e Rodrigues (2005) avaliaram o papel dos Conselhos a partir da percepção de conselheiros e executivos.

Nenhum desses trabalhos, contudo, procurou investigar o que induz a adoção de determinado papel, de forma que persiste uma lacuna na relação entre a função e seus determinantes. Com a efetiva divulgação das atas das reuniões do Conselho de Administração (ARCA) a partir de 2010, tornou-se possível a averiguação desses aspectos de forma similar ao método de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), ainda que as informações publicadas nas atas das empresas brasileiras sejam mais resumidas.

O presente estudo justifica-se pela contribuição para a literatura sob a perspectiva da análise dos papéis desempenhados pelos Conselhos de Administração, com resultados que demonstram que os CAs têm tratado de mais tópicos de natureza gerencial que supervisória e a presença do CEO anterior, e a instalação do Conselho Fiscal, importam para a determinação desse papel. Metodologicamente, a inovação é representada pelo uso das atas do Conselho de Administração como uma fonte para análises qualitativas.

Abordagens sobre o Papel do Conselho de Administração

O papel do Conselho de Administração é explicado por Mace (1976) como o de aconselhamento ao CEO, além de atuação como fonte disciplinar para o Diretor Presidente e seus subordinados, que periodicamente deverão se apresentar ao Conselho, e agir em situações críticas, como o falecimento do CEO.

No mesmo sentido, Jensen (1993) afirma que a responsabilidade do Conselho é contratar, demitir, decidir acerca da política de remuneração do CEO e estabelecer diretrizes de gestão, enquanto se dedica a prover conselhos relevantes, sendo o órgão máximo de controle interno de uma organização.

Dois modelos de atuação podem ser elencados: Supervisão e Gerenciamento. A abordagem do Gerenciamento presume que o Conselho de Administração toma decisões que interferem diretamente na gestão da companhia, tais como a determinação dos projetos que serão executados e quais empregados serão selecionados para a equipe. Esse modelo trata o Conselho como um membro do

sistema decisório da empresa, atuando na tomada de decisão sobre a estratégia e o curso de ação da firma (Linck, Netter, & Yang, 2008).

Por outro lado, a abordagem de Supervisão sugere que o principal papel do CA é monitorar e aconselhar o CEO (Schwartz-Ziv & Weisbach, 2013; Song & Thakor, 2006), e é possível que uma de suas funções mais relevantes seja o acompanhamento dos relatórios financeiros (Anderson, Mansi, & Reeb, 2004).

Há evidências de que o incremento na proporção de não executivos no quadro de conselheiros tenda a tornar essa supervisão mais efetiva, ao se considerar que o monitoramento é função dos conselheiros externos, constituindo-se agentes ativos no combate ao problema de Agência (Cheung *et al.*, 2013; Florackis, Kostakis, & Ozkan, 2009). Conselhos mais atuantes no monitoramento tendem a delegar maior poder de gerenciamento aos CEOs (Baldenius *et al.*, 2014), concentrando-se na sua atividade finalística.

Alguns artigos (Hermalin & Weisbach, 1998; Song & Thakor, 2006) adotam uma abordagem específica para avaliar as características do CA, sendo poucos os trabalhos, como Adams e Ferreira (2007) e Linck, Netter e Yang (2008), que lidaram com a dualidade de função do Conselho, considerando as possibilidades de atuação como complementares. Schwartz-Ziv e Weisbach (2013) evidenciaram que, embora os CAs desempenhassem as atividades de gestão e monitoramento, os tópicos mais presentes nas reuniões dos conselhos israelenses eram os ligados à supervisão.

Baldenius, Melumad e Meng (2014) analisaram a composição dos Conselhos de Administração, desenvolvendo um modelo relacionando o poder de indicação de membros ao papel desempenhado pelo órgão, e sugeriram que, quando o CEO tem influência sobre a nomeação de Conselheiros, há tendência a atividades de monitoramento; quando os acionistas escolhem livremente, há predominância de gerenciais.

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

Outros estudos sugerem que o grau de independência (Linck *et al.*, 2008) e a presença de estruturas subordinadas (Anderson *et al.*, 2004; Reeb & Upadhyay, 2010) também são aspectos relevantes.

Há que se considerar, ainda, que o ambiente legal em que está inserida a firma pode afetar a estrutura do CA impositivamente, podendo haver, por exemplo, quotas para a participação mínima de mulheres no conselho, a fim de garantir a diversidade de gênero (Adams, 2016), de forma que a constituição do Conselho é feita com discricionariedade limitada.

No caso do Brasil, a maioria das normas emanam da própria BM&FBovespa, por meio dos Regulamentos de Listagem aos segmentos de Governança Corporativa diferenciada. A legislação brasileira impõe apenas o limite mínimo de três conselheiros para a formação do CA, conforme a Lei 6.404 (1976), havendo regra específica para o Novo Mercado, ampliando esse número para cinco (BM&FBovespa, n.d.).

Há evidências, conforme Boone, Field, Karpoff e Raheja (2007), de que empresas com maior número de segmentos operacionais, uma *proxy* para complexidade, podem se beneficiar de Conselhos maiores, com base na maior necessidade de aconselhamento que essas firmas possam exigir. Em média, o tamanho e a independência do Conselho aumentam conforme a firma cresce e diversifica suas operações.

Os Conselhos eventualmente delegam parte de suas funções a certos comitês. Embora essa divisão possa gerar assimetria informacional entre os conselheiros, seu uso adequado pode mitigar problemas

de comunicação, coordenação e carona, que tendem a ocorrer em empresas com Conselhos maiores e/ou naquelas com maior número de diretores externos (Reeb & Upadhyay, 2010).

Além disso, Anderson, Mansi e Reeb (2004) identificaram uma relação inversamente proporcional entre o tamanho dos Conselhos de Administração e Comitês de Auditoria e o custo do capital de terceiros, sugerindo que, quanto maior forem essas estruturas, menores serão os custos da dívida, e que os agentes do mercado as têm percebido como úteis ao processo de monitoramento. Adams e Ferreira (2007) sugerem que o Comitê de Auditoria pode se constituir como uma variante da atividade supervisória do CA.

Ainda, as discussões sobre a relação do CEO com o Conselho de Administração estão centradas em dois aspectos: a possibilidade daquele ocupar concomitantemente o cargo de Presidente do Conselho e de seu antecessor ocupar também um cargo no CA.

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

Considerando que, no transcorrer de suas atividades, o CEO acumula experiências empresariais significativas, Brickley, Coles e Jarrell (1997) sugerem que, após a sucessão de um CEO, seria prudente mantê-lo no CA, como uma forma de estágio probatório para o novo ocupante do cargo.

O antecessor, presumivelmente *expert* no setor de negócios da companhia, pode servir como um conselheiro efetivo (Baldenius *et al.*, 2014). Andres, Fernau e Theissen (2014) encontraram, no mercado alemão, evidências de que os acionistas reagem positivamente a essas indicações, mesmo quando isso facilita o incremento salarial do atual gestor.

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

Hermalin e Weisbach (1998) detectaram que, enquanto a experiência do CEO tende a estar relacionada à diminuição da proporção de independentes no Conselho, o desempenho empresarial negativo está associado ao fortalecimento dessa independência e ao aumento na probabilidade de o CEO ser substituído.

Método de Pesquisa

O estudo foi dividido em duas partes: a identificação do papel, por meio de análise de conteúdo das atas, e a verificação da relação entre o papel e seus determinantes, via análise econométrica. Assim, as atas das reuniões do CA e os Formulários de Referência (FR), ambos referentes ao período de 2010 a 2013, foram coletados nas páginas da Comissão de Valores Mobiliários e das empresas, durante o segundo semestre de 2014. Os dados financeiros anuais foram obtidos na base de dados da Bloomberg.

A pesquisa documental consistiu na avaliação de documentos oficiais das empresas, notoriamente as ARCA e os FR. Para a determinação da amostra, considerou-se o conjunto das empresas continuamente listadas no segmento de listagem do Novo Mercado da BM&FBOVESPA no período entre 2010 e 2013. Dentre essas, foram eliminadas as que apresentaram insuficiência de dados por não apresentação dos documentos necessários, restando 108 das 131 firmas listadas e, dessa forma, os dados podem ser dispostos como um painel balanceado.

A técnica utilizada para avaliar o papel dos Conselhos foi a análise de conteúdo, adaptada da proposta de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), com o objetivo de identificar o papel predominante. Cada decisão relatada nas atas foi codificada como uma atividade de supervisão ou gerenciamento, de acordo com o procedimento exemplificado na Tabela 1, e a quantificação permitiu a categorização dos Conselhos de cada empresa, ano a ano, como predominantemente gerenciais ou supervisórios.

Tabela 1

Exemplo do Processo de Codificação

Natureza	Decisão relatada
Gerenciamento	Deliberação sobre a aquisição de 40% (quarenta por cento) de <i>shopping center</i> em construção a ser denominado Shopping Parangaba , na cidade de Fortaleza, Estado do Ceará.
Gerenciamento	Aprovação do Programa de Recompra de Ações da Companhia.
Supervisão	Aprovação de aumento do capital social da Companhia, nos limites do capital autorizado, em função do exercício de opções de compra de ações.
Supervisão	Deliberação sobre o relatório da administração e as contas da diretoria com relação ao exercício encerrado em 31 de dezembro de 2012, a serem submetidos aos acionistas em Assembleia Geral Ordinária.

Nota. As decisões listadas estavam descritas nas Atas de Reunião do Conselho de Administração da Aliance Shopping Centers S.A., em datas diversas do ano de 2013. Fonte: Elaborado pelos autores.

Para a proposição da avaliação dos determinantes, foi utilizado como variável dependente o Papel do Conselho, identificado a partir da Análise de Conteúdo. No que se refere às variáveis independentes, os estudos sobre Conselhos têm propostos três variáveis – Tamanho, Independência e Dualidade do CEO, havendo atenção secundária para os órgãos subordinados e para a presença de um ex-CEO no CA. A operacionalização das variáveis e a expectativa inicial estão expostas na Tabela 2.

Tabela 2

Variáveis de Governança

Variável	Métrica	Referências	Sinal Esperado
Papel (binária)	Será atribuído 1 caso haja predominância do Papel de Gerenciamento e 0, Supervisão	Schwartz-Ziv e Weisbach (2013)	Var. dependente das R. Logísticas
Papel (coeficiente)	O coeficiente é calculado como a razão entre o número de decisões classificadas como gerenciais e o número total de decisões codificadas	Não encontrada em outros estudos	Var. dependente da Regressão Beta
Tamanho	Logaritmo natural da quantidade absoluta de conselheiros	Boone <i>et al.</i> (2007) Coles <i>et al.</i> (2008) Andrade, Salazar, Calegário e Silva (2009)	+
Independência	Quantidade de Conselheiros independentes, conforme declarado no Formulário de Referência	Coles <i>et al.</i> (2008) Linck <i>et al.</i> (2008)	-
Dualidade do CEO	1 caso haja a dualidade; ou 0 caso não haja	Linck <i>et al.</i> (2008) Jermias e Gani (2014)	-

Continua

Tabela 2 (continuação)

Variável	Métrica	Referências	Sinal Esperado
Ex-CEO	1 caso haja a presença de um ex-CEO na composição do CA; ou 0 caso não haja	Brickley <i>et al.</i> (1997) Baldenius <i>et al.</i> (2014)	+
Conselho Fiscal	1 caso haja um Conselho Fiscal em atividade; ou 0 caso não haja	Reeb e Upadhyay (2010)	+
Comitê de Auditoria	1 caso haja um Comitê de Auditoria em atividade; ou 0 caso não haja	Anderson <i>et al.</i> (2004) Reeb e Upadhyay (2010)	+
Liquidez	Ativo Total / Passivo Total	Variáveis de Controle	
Rec. Vendas	Logaritmo do Faturamento anual		
Setor	Conjunto de <i>dummies</i> referentes aos principais setores da amostra, totalizando 85% das observações: Financeiro, Consumo Cíclico, Consumo Não Cíclico, Industrial e Utilidades Públicas		

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

Considerando que o Tamanho está associado a firmas com maior necessidade de aconselhamento, espera-se que essa variável possa impactar positivamente na adoção do papel gerencial (Andrade, Salazar, Calegário, & Silva, 2009; Boone, Field, Karpoff, & Raheja, 2007; Coles, Daniel, & Naveen, 2008). Conselhos mais independentes estão associados a atividades de monitoramento, devendo impactar na concentração de atividades de Supervisão (Coles *et al.*, 2008; Linck *et al.*, 2008).

Há indícios de que a influência do CEO possa levar o Conselho a adotar atividades de monitoramento, de forma que a atribuição gerencial seja concentrada no próprio CEO. A presença de um ex-CEO deve conferir ao Conselho maior *status* para aconselhamento, incrementando sua função gerencial (Baldenius *et al.*, 2014; Brickley *et al.*, 1997).

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

É possível também que uma endogeneidade forte seja detectada caso haja o uso de variáveis defasadas: com a dinâmica da empresa, ela pode vir a necessitar de outro estilo de atuação do Conselho, o que pode sinalizar mudanças em períodos posteriores. Com a contemporaneidade, cada variável torna-se um indicativo do papel que o Conselho está desempenhando, considerando-se que as trocas de membros ou reformulações na estrutura do CA não ocorrem frequentemente, mas quando das eleições dos membros pelo fim de um mandato, eventuais resignações ou impedimentos de caráter permanente.

Essa relação é reforçada por Baldenius *et al.* (2014), que também trabalham com a perspectiva de aspectos da firma como sinalizadores de atuação de monitoramento ou gerenciamento, embora centrados na força exercida pelo CEO como responsável.

Modelos para avaliação do papel exercido pelos conselhos de administração

Tratando-se de um estudo exploratório, foram consideradas duas formas de avaliação dos determinantes do papel do Conselho: modelos com variável dependente categórica e com coeficiente calculado por proporção de decisões gerenciais.

A Regressão Logística foi considerada para avaliar as probabilidades de predominância, em função de variáveis típicas de governança, usando como dependente a variável Papel (binária), construída de acordo com a representação da dominância da supervisão ou do gerenciamento. Além disso, a fim de verificar o atendimento aos pressupostos da Regressão Logística, foram conduzidas a análise das correlações e o diagnóstico de multicolinearidade.

A escolha da Correlação de Kendall's Tau-b para a construção da Tabela 3 foi motivada dada a sua estrutura algébrica mais simples e interpretação universalizável por acomodar melhor relacionamentos de variáveis categóricas e admitir não linearidades.

Tabela 3

Correlação – Kendall's Tau

Variável	Papel (binária)	Papel (coef.)	Tamanho	Independência	Dualidade do CEO	Ex-CEO	Conselho Fiscal	Comitê Auditoria	Liquidez	Receita Vendas
Papel (binária)	1,000									
Papel (coef.)	0,675**	1,000								
Tamanho	0,026	0,054	1,000							
Independência	0,013	0,004	0,350**	1,000						
Dualidade do CEO	0,043	-0,025	-0,193**	-0,005	1,000					
Ex-CEO	0,170**	0,132**	0,025	-0,008	-0,058	1,000				
Conselho Fiscal	0,101*	0,096*	0,181**	0,007	-0,244**	0,135**	1,000			
Comitê Auditoria	0,039	0,053	0,234**	0,134**	-0,047	-0,008	-0,081 .	1,000		
Liquidez	-0,083*	-0,052	-0,064 .	-0,036	-0,031	-0,020	-0,161**	-0,037	1,000	
Receita Vendas	0,089*	0,069*	0,209**	0,102**	0,011	0,045	0,185**	0,219**	-0,238**	1,000

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

Os indicativos * e ** denotam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

A maior parte das correlações é fraca ($|\text{coeficiente de correlação}| < 0,3$) e estatisticamente não significativa ($p\text{-valor} > 0,10$) quando testada a hipótese nula de coeficiente de correlação igual a zero. Embora o tamanho seja significativamente correlacionado com a maioria das demais, possui associação mediana apenas com a métrica de conselheiros independentes.

Nota-se que firmas com maior número de Conselheiros tendem a ter maior proporção de Conselheiros Independentes e mais estruturas subordinadas. Considerando a Receita de Vendas como *proxy* para o porte da Companhia, os resultados também sugerem que firmas maiores possuam conselhos com mais membros e adotem mais estruturas auxiliares.

Coerentemente às correlações apresentadas e conforme apresentado na Tabela 4, não há variáveis com VIF superior a 5,000, de forma que não há indícios fortes de multicolinearidade. Havendo um número igual de observações por ano, o painel pode ser caracterizado como balanceado.

Tabela 4

Diagnóstico de Multicolinearidade

Variável	VIF
Tamanho	1,420
Independência	1,246
Dualidade do CEO	1,133
Ex-CEO	1,021
Conselho Fiscal	1,120
Comitê de Auditoria	1,138
Liquidez	1,088
Receita Vendas	1,248

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

Dois formas de Regressão Logística são apresentadas: a primeira, um modelo *pooled* incorporando *dummies* de ano; o segundo, dados em painel. O teste Wald da versão *pooled* foi significativo ($p\text{-valor}: 0,0016$), rejeitando a hipótese nula de que todas as variáveis explicativas têm coeficiente igual a zero; o teste de Hosmer-Lemeshow ($p\text{-valor}: 0,7715$), por sua vez, evidencia um bom ajustamento.

A especificação do tipo de painel, confrontando efeitos fixos e aleatórios, foi baseada no teste de Hausman. Com a não rejeição da hipótese nula ($p\text{-valor}: 0,6075$), foi sugerida a adoção dos efeitos aleatórios. Ainda, o teste Wald para o Painel Logístico com efeitos aleatórios ($p\text{-valor}: 0,0231$) sugere que as estimativas dos betas não são estatisticamente iguais a zero, contribuindo para a adoção do modelo.

O Likelihood ratio test of rho (LR) foi utilizado para testar o modelo de efeitos aleatórios contra o *pooled*, sob a hipótese nula de que o rho é igual a zero, tendo sido rejeitada ($p\text{-valor} < 0,0000$), reforçando a adoção dos efeitos aleatórios.

Um atributo característico dos modelos de efeitos fixos é que eles controlam os efeitos de variáveis omitidas que variam entre indivíduos, mas que permanecem constantes ao longo do tempo. Isso implica a suposição de que é o que acontece com o intercepto (α_i), sendo indicado para os casos em que este se correlaciona com as variáveis explicativas em qualquer período de tempo.

Embora essa proposição seja dominante nas investigações no âmbito das pesquisas em finanças, haja vista a ocorrência frequente da heterogeneidade não observada, a escolha pelo modelo de efeitos aleatórios, nesta investigação, extrapola a justificativa pelos tradicionais testes de especificação de determinação do efeito (ex: teste de Hausman) pela ausência de heterogeneidade não observada.

Como apontado em Baltagi (2008), a estimação em painéis com efeitos fixos num modelo logístico é condicionada à variabilidade de Y_{it} ao longo do tempo. Isso implica que a ausência de variabilidade da variável dependente ao longo do tempo gera problemas de estimação, impondo a necessidade de exclusão de observações. Isso se dá porque a função log da máxima-verossimilhança é calculada a partir da Equação 1:

$$L = \prod_{i=1}^N Pr(Y_{i1})Pr(Y_{i2}) \quad (1)$$

Posto isso, se a variável dependente binária não variar ao longo do tempo, isso implicará que a $P[Y_{i1} = 0, Y_{i2} = 0 | Y_{i1} + Y_{i2} = 0] = 1$ ou $P[Y_{i1} = 1, Y_{i2} = 1 | Y_{i1} + Y_{i2} = 2] = 1$. Em matrizes em que as variáveis dependentes não variam, o modelo de efeitos fixos importará restrição amostral, haja vista que o logaritmo de 1 é igual a 0. Nesse quesito, quanto maior a extensão da restrição amostral a ser imposta, maior a possibilidade de imputação de viés nos estimadores.

Ainda, como defesa ao emprego do método de efeitos aleatórios, Hsiao (1999) aponta que os modelos de efeitos fixos são vistos como aqueles em que os investigadores buscam inferências condicionadas aos efeitos que estão presentes na amostra, enquanto os efeitos aleatórios são vistos como aqueles em que investigadores fazem inferências não condicionadas ou marginais em relação à população. Assim, como o propósito central da análise é investigar o efeito de variáveis que classificam os indivíduos em grupos, a especificação do modelo de efeitos aleatórios mostra-se mais apropriada.

A partir das evidências de que o papel predominante do Conselho de Administração (variável dependente) se manteve constante para diversas companhias, a estimativa de efeitos fixos (EF) falharia em captar as informações relativas à caracterização dessas firmas. Nesse aspecto, a adoção da metodologia EF incorreria em uma redução de 43 firmas (39,81% da amostra).

Dessa forma, o modelo de regressão logística em painel empregado é o de efeitos aleatórios. De acordo com Wooldridge (2010), esse modelo, em painel de efeitos aleatórios, é dado pela Equação 2:

$$\ln\left(\frac{\pi[y_{it}]}{1-\pi[y_{it}]}\right) = \beta_0 + \beta_1\text{Tamanho}_{it} + \beta_2\text{Independência}_{it} + \beta_3\text{DualidadedoCEO}_{it} + \beta_4\text{Ex} - \text{CEO}_{it} + \beta_5\text{ConselhoFiscal}_{it} + \beta_6\text{ComitêdeAuditoria}_{it} + \beta_7\text{Treze(dummy)}_{it} + \beta_8\text{Doze(dummy)}_{it} + \beta_9\text{Onze(Dummy)}_{it} + w_{it} \quad (2)$$

onde, $\pi[y_{it}]$ representa a probabilidade das decisões do Conselho de Administração, i assumir dominância gerencial no tempo t ; β_0 representa o intercepto comum das empresas retiradas em uma amostra aleatória (diferenças dos interceptos individuais são refletidas no termo de erro); e w_{it} é o termo de erro composto (erro específico dos indivíduos mais erro combinado da série de cortes transversais).

Para a especificação da regressão logística para dados agrupados (*pooled*), o modelo é representado pela Equação 3:

$$\ln\left(\frac{\pi[y_i]}{1-\pi[y_i]}\right) = \beta_0 + \beta_1\text{Tamanho}_i + \beta_2\text{Independência}_i + \beta_3\text{DualidadedoCEO}_i + \beta_4\text{Ex} - \text{CEO}_i + \beta_5\text{ConselhoFiscal}_i + \beta_6\text{ComitêdeAuditoria}_i + \beta_7\text{Treze(dummy)}_i + \beta_8\text{Doze(dummy)}_i + \beta_9\text{Onze(Dummy)}_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

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

Considerando as características não excludentes dos papéis exercidos pelos CA, modelou-se uma análise de Regressão Beta a partir da variável dependente expressa na forma de proporção. Esse modelo foi proposto por Ferrari e Cribari-Neto (2004), como forma de contornar a dificuldade de trabalhar com taxas e proporções, devido a essas estarem naturalmente restritas a um intervalo, sem que sejam de fato truncadas ou censuradas.

A Regressão Beta é recomendada em função de sua flexibilidade e da diversidade de formatos que podem ser assumidos por sua curva de densidade, possuindo como requisitos o fato de a variável dependente estar definida continuamente no intervalo (0 ; 1) e seguir uma distribuição beta (Ferrari & Cribari-Neto, 2004).

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

Nos casos em que a proporção estivesse fora do intervalo por assumir um dos valores extremos, foi utilizada a transformação sugerida por Cribari-Neto e Zeileis (2010): $y' = [y(n - 1) + 0,5]n^{-1}$. A transformação foi aplicada a apenas três observações, de forma que os efeitos da mudança de variável foram pequenos. A regressão proposta está declarada na Equação 4.

$$\begin{aligned} \text{Papel (coef)}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{Tamanho}_i + \beta_2 \text{Independência}_i + \beta_3 \text{Dualidade do CEO}_i + \beta_4 \text{Ex -} \\ & \text{CEO}_i + \beta_5 \text{Conselho Fiscal}_i + \beta_6 \text{Comitê de Auditoria}_i + \beta_7 \text{Treze (dummy)}_i + \\ & \beta_8 \text{Doze (dummy)}_i + \beta_9 \text{Onze (Dummy)}_i + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4)$$

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

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

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

Após a estimação dos parâmetros, o gráfico de resíduos contra o índice de observações foi plotado; conforme Ferrari e Cribari-Neto (2004), espera-se que tal figura não exiba padrões detectáveis, sob pena de má especificação do modelo. A regressão Beta foi tratada na forma *pooled*, com variáveis *dummy* por ano, havendo o mesmo número de observações (108) em todos os anos.

A rejeição das hipóteses nulas dos testes de Wald (p-valor: 0,0054) e do Coeficiente Phi (p-valor: 0,0000) indicam, respectivamente, que os parâmetros estimados não são simultaneamente iguais a zero e que a função de ligação (*logit*) utilizada pode ser considerada adequada. Adicionalmente, os resíduos são aleatórios, não evidenciando problemas de má especificação.

Descrição dos dados

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

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

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

Tabela 5

Descrição dos Dados 2010 a 2013

Painel A – Estatística Descritiva						
	Ano	Papel (coef.)	Tamanho	Independência	Receita Vendas (R\$)	Liquidez
Média	2013	0,535	7,435	2,630	6.115,87	2,088
	2012	0,533	7,685	2,769	5.490,19	2,064
	2011	0,532	7,435	2,352	5.016,51	2,214
	2010	0,546	7,370	1,880	4.316,93	2,992
Desvio- Padrão	2013	0,131	1,881	1,330	17.822,24	1,136
	2012	0,138	2,081	1,754	16.200,43	1,101
	2011	0,149	1,968	1,549	15.210,69	1,787
	2010	0,166	1,989	1,599	12.592,76	7,395
Mediana	2013	0,540	7,000	3,000	1.888,53	1,774
	2012	0,500	7,000	2,500	1.623,77	1,755
	2011	0,528	7,000	2,000	1.399,88	1,803
	2010	0,571	7,000	2,000	1.175,23	1,811
Painel B – Frequência das Variáveis Categóricas						
	Ano	Papel (Binária)	Dualidade do CEO	Ex-CEO	Conselho Fiscal	Comitê Auditoria
Frequência	2013	0,537	0,167	0,167	0,620	0,463
	2012	0,472	0,231	0,139	0,602	0,435
	2011	0,565	0,250	0,120	0,519	0,407
	2010	0,620	0,278	0,093	0,491	0,380
Setor		Financeiro	Consumo Não Cíclico	Consumo Cíclico	Industrial	Utilidades Públicas
Frequência (%)		28,70	22,22	14,81	12,04	7,41
Setor		Materiais Básicos	Energia	Comunicação	Tecnologia	Diversos
Frequência (%)		4,63	3,70	2,78	2,78	0,93

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

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

O Novo Mercado não possui exigências próprias quanto à existência de Conselho Fiscal ou Comitês auxiliares; ainda assim, a adesão a essas estruturas vem sendo ampliada. Apesar de o Conselho

Fiscal poder ser não permanente, os dados apontam que uma vez estabelecido, raramente é desfeito. Por situação similar, passa o Comitê de Auditoria: após sua estruturação inicial, tende a ser um órgão definitivo.

Análise dos Dados

As informações divulgadas nas atas relatam as atividades que os Conselhos têm desempenhado ao longo dos últimos anos. Enquanto a literatura normalmente apresenta modelos predominantemente gerenciais ou supervisórios, os dados sugerem que, no Brasil, essa separação não ocorre de forma tão clara: ao contrário, os números médios não distam mais que 8%. A Tabela 6 descreve a proporção do tipo de decisão em relação ao total, demonstrando a estabilidade, ao longo dos anos, entre os tipos de papel.

Tabela 6

Análise do Conteúdo das Atas em Função do Tipo de Decisão

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

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

Esse resultado diverge dos achados de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), que, analisando 11 das 34 GBC israelenses, relataram uma proporção 2:1 de decisões de supervisão em relação às gerenciais, demonstrando, para aquela amostra, maior desigualdade em relação à quantidade de decisões que as empresas do Novo Mercado brasileiro.

Análise dos modelos

A Tabela 7 apresenta os resultados das Regressões Logística em painel com efeitos aleatórios e na forma *pooled* e da Regressão Beta. Assim, os resultados são convergentes quanto à importância do ex-presidente e para a ausência de significância das variáveis Tamanho, Dualidade do CEO e Conselho de Auditoria.

Tabela 7

Comparação entre os Modelos

Variável	Regressão Logística (Painel) – Modelo 1		Regressão Logística (Pooled) – Modelo 2		Regressão Beta – Modelo 3	
	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão	Coefficiente	Erro-padrão
Constante	1,501	1,352	- 0,367	0,795	0,396	0,252
Tamanho	-0,904	0,710	0,117	0,420	- 0,199	0,134
Independência	0,247*	0,123	0,335	0,070	0,030	0,022
Dualidade do CEO	0,227	0,472	1,178	0,263	- 0,018	0,081
Ex-CEO	1,332*	0,552	0,497*	0,342	0,285*	0,094
Conselho Fiscal	0,641 .	0,371	0,258*	0,210	0,178*	0,066
Comitê Auditoria	0,179	0,387	- 0,572	0,211	0,106	0,066
Treze (<i>dummy</i>)	-0,835	0,365	- 0,831	0,296	- 0,152	0,090
Doze (<i>dummy</i>)	-1,217**	0,370	- 0,333*	0,294	- 0,133	0,090
Onze (<i>dummy</i>)	-0,495*	0,346	0,491	0,290	- 0,035	0,088

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

Os indicativos * e ** denotam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Os modelos divergem quanto à importância da presença de um Conselho Fiscal: os indicadores da Regressão Logística *pooled* e da Beta sugerem que a presença do CF é um diferencial significativo para a adoção do papel gerencial, enquanto o painel logístico apresenta fraca evidência desse ponto. Esse último, em um design *two-way*, também indica que a independência dos conselheiros pode ser um fator relevante.

Os resultados sugerem que a presença de um ex-CEO no Conselho de Administração pode sinalizar a adoção do papel gerencial ao fortalecer a capacidade do CA para o gerenciamento da companhia, por agregar *expertise* na área de atuação, experiência na própria firma e relativa autoridade em relação a seu sucessor.

Essa evidência coincide com as proposições teóricas de Brickley *et al.* (1997) e Baldenius *et al.* (2014), pela tendência à dedicação a atividades dessa natureza, considerando que eram relacionadas ao cargo anteriormente executado, sendo-lhe, portanto, típicas.

A verificação da importância das estruturas auxiliares não foi conclusiva. Embora as evidências de que o Conselho Fiscal instalado colaborem para a adoção do papel gerencial sejam convergentes, a significância desses indícios oscila. Em uma perspectiva ampla, o CF aparenta sinalizar a forma de atuação do CA, enquanto sentem-se efeitos pontuais de acordo com o ano e a companhia observados.

Enquanto sugere-se que, com a instalação do Conselho Fiscal, os Conselhos de Administração possam dedicar maior atenção a questões gerenciais, delegando a ele parte da responsabilidade supervisória – resultado alinhado ao de Anderson *et al.* (2004) – os resultados demonstram que o Comitê de Auditoria em exercício não é um determinante para a adoção de determinada postura pelo órgão ao qual responde.

Os resultados de Reeb e Upadhyay (2010) possuem certo contraste, uma vez que apontam que a existência de comitês está positivamente relacionada ao tamanho e à independência do Conselho – a primeira, completamente, e, a segunda, parcialmente, rejeitadas para a explicação do papel do Conselho.

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

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

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

Com a considerável diminuição do efetivo acúmulo dos cargos de Diretor Presidente e Presidente do CA, a não significância da variável Dualidade do CEO não é particularmente surpreendente, sugerindo que essa característica, na prática, não possui influência sistemática na determinação do papel.

Controles adicionais

Para verificar a robustez dos resultados, foram adicionadas variáveis de controle à análise: o logaritmo natural da receita de vendas foi considerada uma *proxy* para o porte da empresa; e a liquidez geral, uma medida gerencial da empresa, e um conjunto de variáveis *dummy* referentes aos principais setores da amostra. Os resultados estão expostos na Tabela 8.

Tabela 8

Teste de Robustez dos Modelos

Variável	Regressão Logística (Painel)			Regressão Logística (Pooled)			Regressão Beta		
	Mod. 4	Mod. 5	Mod. 6	Mod. 7	Mod. 8	Mod. 9	Mod. 10	Mod. 11	Mod. 12
Constante	0,885 (1,596)	2,345 (1,432)	0,754 (1,653)	-0,240 (0,918)	1,198 (0,886)	0,342 (0,999)	-0,125 (0,270)	0,530 * (0,261)	-0,093 (0,277)
Tamanho	-1,014 (0,721)	-0,956 (0,723)	-1,034 (0,731)	-0,522 (0,448)	-0,471 (0,457)	-0,612 (0,471)	-0,203 (0,133)	-0,243 . (0,135)	-0,246 (0,134)
Independência	0,242* (0,123)	0,284* (0,125)	0,271* (0,125)	0,117 (0,073)	0,157 * (0,076)	0,151* (0,077)	0,029 (0,022)	0,034 (0,022)	0,031 (0,022)
Dualidade do CEO	0,184 (0,473)	0,405 (0,476)	0,369 (0,478)	0,275 (0,269)	0,455 (0,273)	0,400 (0,278)	-0,033 (0,081)	0,013 (0,081)	0,001 (0,081)
Ex-CEO	1,356* (0,549)	1,317* (0,544)	1,330* (0,541)	1,182** (0,342)	1,175** (0,346)	1,175** (0,347)	0,293** (0,093)	0,273** (0,094)	0,275 ** (0,092)
Conselho Fiscal	0,542 (0,377)	0,527 (0,375)	0,423 (0,379)	0,408 (0,221)	0,405 * (0,221)	0,306 (0,228)	0,163 * (0,067)	0,147 * (0,067)	0,127 (0,068)
Comitê Auditoria	0,121 (0,390)	-0,056 (0,402)	-0,128 (0,406)	0,191 (0,218)	0,061 (0,228)	-0,017 (0,234)	0,088 (0,066)	0,097 (0,069)	0,077 (0,069)
Liquidez	0,096 (0,111)		0,116 (0,119)	0,045 (0,047)		0,054 (0,061)	0,069** (0,012)		0,079 ** (0,012)

Continua

Tabela 8 (continuação)

	Regressão Logística (Painel)			Regressão Logística (Pooled)			Regressão Beta		
Rec. Vendas	0,211 (0,132)	0,235 (0,136)	0,141 * (0,070)	0,165 * (0,074)	0,054** (0,021)	0,065 ** (0,021)			
Treze (<i>dummy</i>)	-0,881* (0,370)	-0,809* (0,366)	-0,858* (0,370)	-0,596 * (0,298)	-0,563 . (0,298)	-0,593* (0,301)	-0,147 (0,089)	-0,145 (0,089)	-0,139 (0,088)
Doze (<i>dummy</i>)	-1,224** (0,372)	-1,218** (0,371)	-1,226** (0,373)	-0,831** (0,297)	-0,849** (0,298)	-0,852** (0,301)	-0,118 (0,088)	-0,127 (0,089)	-0,111 (0,087)
Onze (<i>dummy</i>)	-0,504 (0,348)	-0,501 (0,347)	-0,512 (0,349)	-0,333 (0,289)	-0,345 (0,291)	-0,348 (0,293)	-0,035 (0,087)	-0,034 (0,087)	-0,036 (0,086)
Setor (<i>dummies</i>)	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Sim

Nota. Fonte: Elaborado pelos autores.

Os indicativos * e ** denotam significância a 10%, 5% e 1% respectivamente. Os valores entre parênteses referem-se aos erros padrões.

Nota-se, em todas as especificações, a persistência da relação positiva entre a presença do CEO anterior e a adoção do papel gerencial. A evidência da atuação do Conselho Fiscal nesse processo continua apresentando divergências: a Regressão Logística em Painel não demonstra esse efeito e as respostas obtidas com as diferentes especificações dos modelos *pooled* oscilam entre si, embora sigam fornecendo evidências de que essa relação, caso possa ser confirmada, é positiva.

Nenhuma outra variável do grupo de interesse apresentou comportamento consistente, embora a proporção de conselheiros independentes tenha sido significativa em alguns modelos. Por fim, embora essa relação ainda necessite de suporte teórico, os resultados sugerem que os CAs de empresas com maiores faturamentos estão mais associados à atividade gerencial.

Em todos os cenários metodológicos construídos, o conjunto de variáveis de interesse com coeficiente estatisticamente significativo foi mantido e eventuais inversões de sinais ocorridas nos betas estão adstritas às variáveis não significativas, sustentando o cenário construído com o modelo original.

Considerações Finais

O presente estudo teve como objetivo analisar as determinantes para a predominância de atividades de gestão ou supervisão em Conselhos de Administração de empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foi construída uma *proxy* baseada nas atas das reuniões dos CA, tendo identificado que as discussões e decisões sobre tópicos gerenciais são levantadas com maior frequência que as de natureza supervisória. Esse resultado sugere restrição ao poder do CEO, dado que o Conselho tem se dedicado a participar da atividade gerencial, não restringindo sua própria atuação ao acompanhamento da administração promovida pela presidência executiva.

A análise das proporções de decisões, por meio da Regressão Beta, sugeriu que a presença de um ex-CEO no Conselho e a existência de um Conselho Fiscal instalado contribuem positivamente para a adoção de uma postura mais gerencial, justificando-se o primeiro pela contribuição em termos de autoridade, *expertise* e capacidade de aconselhamento em assuntos relevantes e a segunda por delegação de atividades de natureza supervisória a estrutura auxiliar.

Essas evidências foram corroboradas pela Regressão Logística *pooled*, inclusive quanto a maior importância da presença de um ex-CEO do que o Conselho fiscal para a dominância do papel Gerencial.

O resultado do Painel Logístico ressaltou a importância do ex-CEO no Conselho, sem, contudo, ratificar a importância da instalação do CF.

Tomadas conjuntamente as significâncias entre os modelos propostos, depreende-se que, embora o Conselho Fiscal possa constituir um mecanismo que permita ao Conselho de Administração maior dedicação a atividades de natureza gerencial e possa efetivamente colaborar para o incremento da taxa de ocorrência de tópicos com essa característica, ainda não é seguro afirmar que estruturas auxiliares ao CA constituam um fator preponderante para a configuração de dominância.

Como principal limitação, tem-se que a avaliação partiu de decisões reportadas, de forma que tópicos discricionariamente omitidos pela empresa poderiam impactar na análise. A Lei n. 6.404 (1976) prevê, no art. 140, a obrigatoriedade do arquivamento em junta comercial e a publicação na imprensa de atas que produzem efeito contra terceiros, procedimento reforçado pela Instrução CVM 480 (2009).

Note-se que essa característica abrange a maior parte das funções elencadas pela literatura, como as descritas por Jensen (1993) e Mace (1976). O impacto da destituição de um CEO, por exemplo, é notório e interessa aos diversos *stakeholders* da companhia, estando a obrigatoriedade de sua divulgação abrangida pela legislação supracitada. De similar sorte, qualquer ato envolvendo títulos patrimoniais também está nessa configuração.

A ata é, em si, a representação de um conjunto de decisões para as quais houve uma convocação específica. A restrição aqui referida é centrada em aspectos internos. Embora decisões verdadeiramente relevantes sejam reportadas, a atividade do conselheiro não é resumida ao que acontece durante as reuniões, também passando por aspectos do dia a dia empresarial, sendo de sua responsabilidade a interação com os diversos setores da companhia.

Embora a totalidade da atuação do conselheiro não possa ser captada pelas atas, a proxy utilizada ainda pode ser considerada uma aproximação razoável do papel efetivamente desempenhado, dada a relevância do conteúdo das decisões registradas pelo CA, especialmente ao se considerar que a atividade diária do conselheiro é, em última instância, um meio para o objetivo finalístico de otimizar ambos os processos, gerencial e supervisorio.

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

Algumas lacunas devem ser destacadas para trabalhos futuros. A metodologia seguida para a classificação das decisões como Gerenciais ou Supervisorias foi a de Schwartz-Ziv e Weisbach (2013), tendo sido a proposta desses autores mantida em seus aspectos relevantes. A escolha de outra sistemática de classificação, como uma codificação livre, poderia conduzir à construção de uma variável dependente diferente. Do ponto de vista empírico, essa formulação alternativa pode ser útil para confirmar a validade dos resultados aqui encontrados.

Além disso, novos estudos acerca da atuação das estruturas subordinadas são necessários, de forma a esclarecer a sua importância na estrutura de governança. Embora os resultados aqui apresentados sugiram que a adoção do Conselho Fiscal contribua para a maior atuação gerencial do CA, não há convergência em diferentes especificações, evidenciando a necessidade de aprofundamento sobre esse tópico.

Do ponto de vista teórico, o referencial construído focou dois papéis, conforme a corrente convergente na literatura acadêmica. Contudo, é possível a formulação de estruturas alternativas para o Papel dos Conselhos de Administração. Nesse sentido, o pesquisador pode seguir uma metodologia *Grounded Theory*, partindo das atas ou de entrevistas semiestruturadas com os executivos, para a formulação de novas proposições.

Por fim, foi detectada a predominância de tópicos gerenciais e a associação dessa característica com o faturamento da companhia, não tendo esse trabalho o objetivo de discutir se essa posição é adequada. Dessa forma, estudos futuros podem tornar a discutir teoricamente sob que condições essa proporção deve ser favorecida, qual a efetividade de haver um Conselho de Administração atuando no gerenciamento da firma, quando essa função pode encontrar uma zona de sobreposição com a atuação do CEO.

É possível tentar relacionar essa função gerencial com a maximização da utilidade do acionista, possivelmente relacionando-a à idade da firma, à sua participação no mercado ou ao estabelecimento como ações de crescimento ou de valor.

Referências

- Adams, R. (2016). Women on boards: the superheroes of tomorrow? *The Leadership Quarterly*, 27(3), 371-386. <http://dx.doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.11.001>
- Adams, R., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01206.x>
- Almazan, A., & Suarez, J. (2003). Entrenchment and severance pay in optimal governance structures. *The Journal of Finance*, 58(2), 519-547. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00536>
- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315-342. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.01.004>
- Andrade, L. P. de, Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31. <http://dx.doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>
- Andres, C., Fernau, E., & Theissen, E. (2014). Should I stay or should I go? Former CEOs as monitors. *Journal of Corporate Finance*, 28(1), 26-47. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.008>
- Baldenius, T., Melumad, N., & Meng, X. (2014). Board composition and CEO power. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 53-68. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.004>
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4th ed.). Chichester: John Wiley and Sons.
- BM&FBovespa. (n.d.). *Regulamento de listagem do Novo Mercado*. São Paulo. Recuperado em 23 de fevereiro, 2017, de <http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294F270E45014FEFE4D1A57219>
- Boone, A., Field, L., Karpoff, J., & Raheja, C. (2007). The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>
- Brickley, J., Coles, J., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(96\)00013-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(96)00013-2)
- Cheung, Y., Chung, C., Tan, W., & Wang, W. (2013). Connected board of directors: a blessing or a curse? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3227-3242. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.001>

- Coles, J., Daniel, N., & Naveen, L. (2008). Boards: does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.008>
- Cribari-Neto, F., & Zeileis, A. (2010). Beta regression in R. *Journal of Statistical Software*, 34(2), 1-24.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., & Lel, U. (2014). Distracted directors: does board busyness hurt shareholder value? *Journal of Financial Economics*, 113(3), 404-426. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.005>
- Ferrari, S., & Cribari-Neto, F. (2004). Beta regression for modelling rates and proportions. *Journal of Applied Statistics*, 31(7), 799-815. <http://dx.doi.org/10.1080/0266476042000214501>
- Florackis, C., Kostakis, A., & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance. *Journal of Business Research*, 62(12), 1350-1357. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.12.001>
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 88(1), 96-118. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/116820>
- Hsiao, C. (1999). *Analysis of panel data*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Instrução CVM 480, de 7 de dezembro de 2009*. (2009). Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado em 23 de fevereiro, 2017, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jermias, J., & Gani, L. (2014). The impact of board capital and board characteristics on firm performance. *The British Accounting Review*, 46(2), 135-153. <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2013.12.001>
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. (1976). Dispõe sobre as sociedades por ações. Recuperado em 23 de fevereiro, 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm
- Linck, J., Netter, J., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 308-328. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.03.004>
- Liu, Y., Miletkov, M., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004>
- Mace, M. (1976). The changing role of directors in the 1970s. *The Business Lawyer*, 31(2), 1207-1213. Recuperado de <http://www.jstor.org/stable/40685553>
- Martins, H., & Rodrigues, S. (2005). Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras [Edição Especial]. *Revista de Administração de Empresas*, 45, 23-35. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902005000500002>
- Reeb, D., & Upadhyay, A. (2010). Subordinate board structures. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 469-486. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.04.005>
- Schwartz-Ziv, M., & Weisbach, M. (2013). What do boards really do? Evidence from minutes of board meetings. *Journal of Financial Economics*, 108(2), 349-366. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.011>
- Song, F., & Thakor, A. (2006). Information control, career concerns and corporate governance. *The Journal of Finance*, 61(4), 1845-1896. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00891.x>

Wooldridge, J. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). Massachusetts: MIT Press.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211. [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)

Dados dos Autores

Raimundo Marciano de Freitas Neto
Caixa Postal 1620, Lagoa Nova, 59078-970, Natal, RN, Brasil. E-mail: raimundomfn@gmail.com

Anderson Luiz Rezende Mol
Caixa Postal 1620, Lagoa Nova, 59078-970, Natal, RN, Brasil. E-mail: mol.ufrn@gmail.com