

# Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil\*

## *Effects of Board of Directors' Characteristics on the Quality of Accounting Information in Brazil*

**Luciana Holtz**

Professora Assistente, Departamento de Finanças e Controladoria, Universidade Federal de Juiz de Fora  
E-mail: luciana.holtz@ufjf.edu.br

**Alfredo Sarlo Neto**

Professor Adjunto, Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Espírito Santo  
E-mail: sarloneto@ccje.ufes.br

Recebido em 28.10.2013 – Desk Aceite 14.11.2013 – 3ª. Versão aceita em 23.07.2014.

### RESUMO

O conselho de administração tem como uma de suas responsabilidades monitorar a qualidade das informações expressas nos relatórios financeiros. As características da estrutura e composição do conselho de administração podem afetar a qualidade das informações contábeis reportadas. O objetivo do estudo foi investigar os efeitos das características da estrutura e composição do conselho de administração sobre a qualidade das informações contábeis das empresas listadas na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa). Especificamente, as características do conselho estudadas foram o tamanho e a independência do conselho de administração e a separação dos cargos de presidente do conselho e diretor executivo da empresa. As *proxies* para qualidade da informação contábil foram a relevância da informação contábil e a informatividade dos lucros. A amostra abrange empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa com liquidez anual superior a 0,001, compreendendo o período de 2008 a 2011. Os dados foram coletados com base no banco de dados Economática® e diretamente nos informes anuais e formulários de referência das empresas disponíveis no sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou da BM&FBovespa. A análise dos dados foi por meio do uso da técnica de regressão múltipla para a estimação dos modelos de relevância da informação contábil e informatividade dos lucros. Os resultados revelam que, no mercado brasileiro, para as empresas que negociam ações na BM&FBovespa, as características de independência do conselho de administração e separação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo influenciam positivamente a qualidade da informação contábil reportada, especificamente a respeito da relevância do patrimônio líquido. Já a informatividade dos lucros é afetada positivamente pela independência do conselho de administração e negativamente pelos conselhos com tamanhos maiores (acima de nove membros). Os resultados em geral corroboram estudos internacionais, tais como os de Vafeas (2000), Firth, Fung, e Rui (2007), Ahmed, Hossain, e Adams (2006) e Dimitropoulos e Asteriou (2010), especialmente em relação à independência do conselho de administração. É possível verificar que estruturas de governança mais fortes exercem efeitos que melhoram a qualidade das informações contábeis reportadas.

**Palavras-chave:** Informatividade dos lucros. Relevância da informação contábil. Características do conselho de administração.

### ABSTRACT

*One of the board of directors' responsibilities is to monitor the quality of information disclosed in financial reports. The board's structural and compositional characteristics can affect the quality of reported accounting information. The aim of this study was to investigate the effects of the board's structural and compositional characteristics on the quality of accounting information of companies listed on the Brazilian Securities, Commodities, and Futures Exchange (Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&FBovespa). Specifically, the characteristics studied were the size and independence of the board of directors and separation of the roles of chairman and executive director. Accounting information relevance and earnings informativeness were used as proxies for the quality of accounting information. The sample included non-financial companies listed on the BM&FBovespa with annual stock market liquidity higher than 0.001, covering the period from 2008-2011. Data were collected from the Economática® database and directly from companies' annual reports and reference forms available on the Securities Commission (Comissão de Valores Mobiliários - CVM) or BM&FBovespa websites. Data analysis was undertaken using the multiple regression technique for calculating the models of accounting information relevance and earnings informativeness. The results reveal that, for companies that trade stocks on the BM&FBovespa in the Brazilian market, the characteristics of board independence and separation of the roles of chairman and executive director positively influence the quality of reported accounting information, specifically regarding the relevance of equity. Earnings informativeness is positively affected by board independence and negatively affected by larger board size (more than nine members). Overall, the results corroborate international studies such as those of Vafeas (2000), Firth, Fung, and Rui (2007), Ahmed, Hossain, and Adams (2006) and Dimitropoulos and Asteriou (2010), especially regarding board independence. The study shows that stronger governance structures have a positive effect on the quality of reported accounting information.*

**Keywords:** Earnings informativeness; accounting information relevance; characteristics of the board of directors.

\*Artigo apresentado no VII Congresso Anpcont Fortaleza, CE, Brasil, junho, 2013.

## 1 INTRODUÇÃO

Os estudos acerca da governança corporativa têm recebido crescente atenção acadêmica e empresarial, e, segundo Gillan (2006), a quantidade de pesquisas aumentou drasticamente na última década. Entre os estudos de governança, as discussões sobre as composições dos conselhos de administração relacionam-se, não só, mas especialmente, ao tamanho do conselho, participação do diretor executivo da empresa no conselho de administração e o percentual de independência do conselho (Adams, Hermlin, & Weisbach, 2010; Anderson, Mansi, & Reeb, 2004).

Segundo Jensen (1993), o sistema de controle interno é liderado pelos conselhos de administração que têm responsabilidade final com o funcionamento da empresa. Os conselhos definem as regras para o *Chief Executive Office* (CEO) efetuando a contratação, a dispensa, o plano de compensação e fornecem conselhos de alto nível. Fama e Jensen (1983) atribuem aos conselhos de administração as funções de ratificação das propostas de projetos sugeridas pela administração e o monitoramento da execução destes mesmos projetos.

Para Vafeas (2000), os conselhos de administração têm responsabilidade de monitorar a qualidade das informações contidas nos relatórios financeiros, pois os gerentes têm, frequentemente, interesses próprios e incentivos para gerenciar lucros e potencialmente enganar os acionistas.

Nas atividades das organizações modernas, pode-se verificar a existência de conflito de agência e assimetria informacional. Lopes (2008, p.172) argumenta: “[...] Não se pode ambicionar uma pesquisa séria das organizações modernas sem a consideração desses dois fatores”, e menciona que a contabilidade é um meio para reduzir a assimetria informacional.

O estudo conjunto de características de governança corporativa, em especial relacionadas ao conselho de administração, e a qualidade da informação contábil já vem sendo desenvolvido na literatura internacional, tais como os de Vafeas (2000), Firth et al. (2007), Ahmed et al. (2006), Dimitropoulos e Asteriou (2010), Abdoli e Royaei (2012), Habib e Azim (2008), Alkdai e Hanefah (2012), Alves (2011), dentre outros.

No Brasil, os estudos em geral abordam características amplas de governança corporativa e qualidade da informação contábil, tais como os estudos de Lopes e Walker (2008) e Antunes, Teixeira, Costa, e Nossa (2009). Considerando que as características da estrutura e composição do conselho de administração podem afetar a qualidade das informações contábeis reportadas, e que evidências empíricas sobre estes efeitos no cenário brasileiro ainda são escassas, este estudo se propõe

a investigar: Qual é o efeito das características do conselho de administração na qualidade das informações contábeis das empresas listadas na BM&FBovespa?

Em consonância com o problema de pesquisa proposto, o objetivo deste estudo é investigar os efeitos do tamanho e independência do conselho de administração e a separação dos cargos de diretor executivo - CEO e presidente do conselho sobre a relevância das informações contábeis e a informatividade dos lucros das empresas listadas na BM&FBovespa.

Segundo Lopes e Walker (2008), a maioria dos estudos que relacionam a governança corporativa às informações contábeis é realizada com dados dos Estados Unidos e Reino Unido, onde o nível de proteção dos investidores já é elevado. Esses autores alegam que estudos sobre essa relação em empresas imersas em ambientes institucionais considerados pobres, tais como o Brasil, são importantes.

Os resultados desta pesquisa vão proporcionar uma nova perspectiva sobre a qualidade da informação contábil quando interage com outro mecanismo de governança corporativa, preenchendo uma lacuna existente na literatura nacional e contribuindo com a literatura internacional mais desenvolvida acerca deste tema. A escolha da relevância da informação contábil e da informatividade dos lucros como *proxies* para qualidade da informação contábil justifica-se por serem internacionalmente utilizadas em estudos que investigam as interações entre governança corporativa e qualidade da informação contábil, tais como observado em Vafeas (2000), Firth et al. (2007), Habib e Azim (2008) e Alkdai e Hanefah (2012).

A análise sobre o efeito exercido pelas características dos conselhos de administração sobre a qualidade da informação contábil divulgada pelas empresas poderá contribuir para o melhor entendimento de ambas as áreas e auxiliar na compreensão do papel do conselho de administração dentro das empresas no processo de mitigação de conflitos de interesses, bem como auxiliar as corporações na formação de seus conselhos de administração, utilizando-se de estruturas que transmitam ao investidor maior credibilidade. Espera-se, ainda, que os resultados obtidos neste estudo contribuam para o desenvolvimento das atividades de conselheiros, investidores, credores e acadêmicos.

O estudo está dividido em cinco seções, sendo esta a introdução. A segunda abrange o referencial teórico e desenvolvimento das hipóteses. Na terceira é abordada a metodologia da pesquisa e, na quarta, são apresentadas as análises e discussões dos resultados. As considerações finais e as sugestões de pesquisas futuras são relatadas na quinta seção.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Teoria da Agência.

Jensen e Meckling (1976) relatam que a presença da separação entre propriedade e gestão na maioria das grandes empresas permite que os administradores não assumam o ônus financeiro de suas decisões. A separação do controle e da posse da empresa surge como desencadeador do problema de agência.

Para o caso em que há acionistas controladores e mercados secundários menos líquidos, Bratton e McCahey (1999) sugerem como alternativa de proteção aos minoritários o uso de mecanismos de controle interno da administração, sendo os conselhos de administração uma opção válida. Para La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, e Vishny (2000), a proteção dos investidores passa a ser crucial porque, em muitos países,

a expropriação dos acionistas minoritários e credores pelos acionistas controladores é extensa.

Ao revisarem a pesquisa contábil relacionada à governança corporativa, Bushman e Smith (2001) apontam que a contabilidade pode ser utilizada como um mecanismo de controle por meio do qual os investidores e acionistas podem monitorar as ações dos administradores. Os autores afirmam ainda que a contabilidade exerce um importante papel nos contratos estabelecidos com os administradores, pois fornece variáveis para a definição da base dos planos de benefícios (incentivos).

“O conflito de agência é exacerbado pelo problema da assimetria informacional” (Lopes, 2008, p.182). Segundo o autor, a contabilidade pode contribuir com os mecanismos de governança corporativa da empresa, fornecendo informações úteis aos tomadores de decisões e, assim, por meio da redução da assimetria informacional, diminuir os impactos dos conflitos de agência.

## 2.2 Conselhos de Administração.

Hermalin e Weisbach (2003) afirmam que os conselhos não existem apenas para satisfazer condições legais, pois, se assim fosse, as composições seriam tais como as exigidas, sendo que, na prática, são observadas composições diversas. Os autores mencionam que, se fosse apenas fruto da lei, haveria em algum lugar do mundo *lobby* para eliminar sua obrigatoriedade.

Para Hermalin e Weisbach (2003), os conselhos de administração são uma solução de mercado que ajuda a amenizar os problemas de agência que afligem qualquer grande organização. Quaisquer que sejam suas virtudes ou problemas, os conselhos de administração são parte da solução de mercado para os problemas de contrato.

Segundo Alves (2011), a capacidade dos administradores em gerenciar resultados divulgados é limitada pela eficiência do controle interno, incluindo-se nele os conselhos de administração, os quais são responsáveis por monitorar a qualidade das informações contidas nas demonstrações financeiras e, assim, controlar o comportamento dos administradores para garantir que suas atitudes estejam alinhadas com os interesses das partes interessadas.

Autores como Anderson, Mansi, e Reeb (2004) afirmam que os conselhos de administração são responsáveis por monitorar, avaliar e disciplinar a gestão da empresa, sendo uma das mais importantes responsabilidades do conselho de administração, do ponto de vista do credor, a supervisão dos relatórios financeiros. No entendimento de Beekes, Pope, e Young (2004), os relatórios financeiros representam um exemplo particularmente claro de uma atividade em que os interesses dos administradores e acionistas podem não ser perfeitamente alinhados.

No Brasil, os conselhos de administração têm origem na previsão legal e consistem em um órgão de caráter deliberativo, e composto no mínimo por três membros, conforme prevê o art. 140 da Lei das Sociedades Anônimas – Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e alterações. Segundo essa lei, em seu artigo 142, os conselhos de administração têm a função de monitoramento das atividades da administração.

## 2.3 Qualidade da Informação Contábil.

Desde a década de sessenta do século 20, devido ao crescimento do mercado de capitais, em especial norte-americano, e à evolução das Teorias de Finanças, a contabilidade ampliou seu campo de pesquisa, tendo a informação contida nos números registrados pela contabilidade sido objeto de diversos estudos sob a *information approach* (abordagem da informação) (Lopes, 2002).

Os estudos seminais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) fornecem evidências de que a informação contábil está refletida nos preços das ações, sendo possível constatar a importância da contabilidade para os investidores.

No entanto, segundo Brown, He, e Teitel (2006), esse reflexo pode ser influenciado pela relevância e confiabilidade das demonstrações financeiras preparadas pelos gestores. Os lucros reportados nas demonstrações financeiras são uma responsabilidade conjunta de administradores e auditores.

No Brasil, os estudos de Lopes e Walker (2008) e Antunes et al. (2009) avaliam a qualidade da informação contábil e a governança corporativa. Lopes e Walker (2008) utilizaram o índice de governança corporativa do Brasil e concluem que a qualidade dos lucros das empresas brasileiras com boa governança e listagem dupla (*cross-listing*) é similar à qualidade relatada para as empresas dos países *common law* desenvolvidos.

Antunes et al. (2009), ao investigarem o impacto dos níveis diferenciados da BM&FBovespa na qualidade da informação contábil, com base em amostra referente aos anos de 1996 a 2006, concluem que, de modo geral, os níveis diferenciados não afetam a qualidade. Somente quando se utiliza um índice de governança mais amplo é possível constatar uma relação com o conservadorismo.

Gabriel (2011) demonstra, por meio de evidências empíricas, que a estrutura de governança corporativa pode influenciar positivamente a qualidade da informação contábil produzida pela empresa e divulgada aos acionistas.

A informação contábil é relevante, segundo Barth, Beaver, e Landsman (2001), quando houver uma relação significativa com o preço das ações, ou seja, se a informação é importante para os investidores na valorização da empresa e é mensurada de forma suficientemente confiável para ser refletida nos preços das ações.

O modelo de relevância parte da premissa que o preço da ação (valor de mercado) é uma variável explicada pelo lucro contábil, pois contam com a hipótese de que os lucros atuais contêm informações sobre fluxos de caixa líquidos futuros (Kothary & Zimmermann, 1995). A justificativa para a inclusão do patrimônio líquido no modelo de relevância, segundo Habib e Azim (2008), é baseada na suposição de que o valor contábil do patrimônio líquido é uma *proxy* para o valor presente da expectativa de rentabilidade futura normal, e que ele revela o valor de liquidação de uma empresa.

Segundo Sarlo Neto (2009), a informatividade consiste numa medida que representa a intensidade da relação entre a informação contábil e o retorno das ações, usualmente representada pela associação entre o retorno dos preços das ações e o lucro contábil. Quanto maior a relação entre o retorno das ações e o lucro contábil, maior será a informatividade do lucro (Sarlo Neto, 2009).

A ideia central da informatividade dos lucros contábeis é a utilização dos lucros contábeis pelos investidores como informação útil para ajustar as suas expectativas; portanto, se o lucro contábil contiver novas informações (surpresas), provocará ajustes nas expectativas dos investidores e, conseqüentemente, nos preços das ações e nos valores de mercado dessas empresas; caso contrário, não haverá impacto algum (Sarlo Neto, 2009).

#### 2.4 Estudos Relacionados a Qualidade da Informação Contábil e Características do Conselho de Administração.

Esta seção tem por objetivo discorrer brevemente sobre a literatura que aborda conjuntamente a relação entre as propriedades da qualidade da informação contábil e a composição dos conselhos de administração. Nela são apresentadas evidências de estudos anteriormente realizados em outros mercados, que não o brasileiro.

Na Tabela 1 estão resumidos os principais resultados de pesquisas internacionais relativas ao tema abordado no presente estudo.

A partir da análise dos estudos relacionados na Tabela 1, identificam-se evidências internacionais de que os conselhos com menores quantidades de membros estão associados a maior qualidade das informações contábeis, conforme apontado em Vafeas (2000), Ahmed et al. (2006) e Alves (2011).

A maior independência dos conselhos de administração é outro aspecto associado a maior qualidade das informações contábeis como é possível constatar nos estudos de Beekes, Pope, e Young (2004), Firth et al. (2007), Ahmed e Duellman (2007), Marra, Mazzola, e Prencipe (2009), Dimitropoulos e Asteriou (2010) e Abdoli e Royae (2012).

Internacionalmente tem sido estudada a participação do diretor executivo simultaneamente no conselho de administração como presidente deste, e foram obtidas evidências de que tal participação afeta a qualidade da informação contábil, tornando-a menor conforme expresso nos resultados dos estudos de Lara, Osma, e Penalva (2007), Firth et al. (2007).

**Tabela 1** Resumo dos resultados dos principais estudos internacionais

Autores	Período	País	Principais resultados
Vafeas (2000)	1990 a 1994	Estados Unidos	Os resultados revelam que os lucros das empresas com os menores conselhos são percebidos como mais informativos pelos participantes do mercado, porém não foram encontradas evidências de que maior fração de conselheiros independentes aumentaria a informatividade dos lucros.
Xie, Davidson, e Dadalt (2003)	1992, 1994 e 1996	Estados Unidos	A conclusão dos autores é que a experiência financeira dos membros dos conselhos e comitês e a atividade desses grupos são fatores importantes para limitar o gerenciamento dos resultados por parte da administração.
Beekes, Pope, e Young (2004)	1993 a 1995	Reino Unido	Os resultados revelam que as empresas com maior proporção de conselheiros externos são mais propensas a reconhecer uma má notícia no resultado de forma oportuna. Porém, empresas em que os conselhos possuem uma proporção relativamente elevada de conselheiros externos não exibem maior conservadorismo em relação ao reconhecimento de boas notícias.
Ahmed, Hossain e Adams (2006)	1991 a 1997	Nova Zelândia	Constatarem que a informatividade dos lucros é negativamente relacionada com o tamanho do conselho de administração.
Firth, Fung, e Rui (2007)	1998 a 2000	China	Encontraram resultados empíricos de que as empresas que têm mais conselheiros independentes e que separam as funções de presidente do conselho e diretor executivo-CEO têm maior informatividade dos lucros.
Ahmed e Duellman (2007)	1999 a 2001	Estados Unidos	Os resultados indicam que o conservadorismo contábil está positivamente associado à participação acionária dos conselheiros independentes e negativamente associado ao percentual de conselheiros <i>insiders</i> .
Lara, Osma, e Penalva (2007)	1997 a 2002	Espanha	As evidências empíricas indicam que as empresas nas quais o CEO possui pouca influência sobre o funcionamento do conselho de administração apresentam um grau de conservadorismo contábil mais elevado.
Habib e Azim (2008)	2001 a 2003	Austrália	Os resultados indicaram que as empresas com forte estrutura de governança apresentam maior relevância da informação contábil.
Marra, Mazzola, e Prencipe (2011)	2003 a 2006	Itália	Os resultados sugerem que a independência do conselho de administração e a existência de comitês de auditoria desempenham papel importante e eficaz na redução de gerenciamento de resultados após a adoção das <i>International Financial Reporting Standards</i> (IFRS) no país.
Dimitropoulos e Asteriou (2010)	2000 a 2004	Grécia	Os resultados indicam uma relação positiva entre a informatividade dos lucros contábeis e o percentual de conselheiros independentes, porém não encontraram relação com o tamanho do conselho.
Alves (2011)	2002 a 2007	Portugal	Os resultados sugerem que um conselho menor e composto, em sua maioria, por conselheiros não executivos é positivo para a melhoria da qualidade dos lucros contábeis por apresentar relação negativa com o gerenciamento de resultados. Já para os conselhos maiores se evidenciou uma relação positiva com o gerenciamento de resultados.
Alkdai e Hanefah (2012)	2007 a 2009	Malásia	Não identifica relações entre o tamanho e independência do conselho de administração, separação de cargos e número de diretores muçulmanos e a relevância da informação contábil.
Abdoli e Royae (2012)	2005 a 2010	Irã	Os resultados indicam uma maior informatividade dos lucros nas empresas com maior percentual de conselheiros independentes, e nas quais o presidente do conselho é também diretor executivo.

Considerando características gerais de conselhos, tais como abordado por Xie, Davidson, e Dadalt (2003) e Habib e Azim (2008), torna-se possível observar que as estruturas dos conselhos de administração afetam a qualidade das informações contábeis.

Ao analisar conjuntamente os resultados dos estudos apresentados na Tabela 1, é possível observar uma tendência acerca dos efeitos da composição dos conselhos de administração sobre a qualidade das informações contábeis. Contudo não é possível afirmar que tais efeitos ocorram em todas as estruturas de mercados, como se pode observar pelos resultados de Alkai e Hanefah (2012) que não obtêm nenhuma evidência empírica destes efeitos.

Assim, torna-se oportuna a investigação do mercado brasileiro acerca das hipóteses de que, no mercado brasileiro, as características dos conselhos de administração afetam a qualidade da informação contábil reportada aos usuários.

## 2.5 Desenvolvimento das Hipóteses de Estudo.

### 2.5.1 Hipóteses relacionadas ao tamanho do conselho.

A eficiência dos conselhos passa pela questão dos aumentos dos custos de coalizão entre os membros e o fato de conselhos de administração com mais membros possuírem maiores dificuldades no momento de discutir e chegar ao consenso em relação a assuntos pertinentes à estrutura organizacional de empresa (Firth, Fung, & Rui, 2006).

Lipton e Lorsch (1992) apontam que uma razão para a falta de diálogo significativo nos conselhos de administração é o tamanho deste. Segundos os autores, quando um conselho tem mais de dez membros, torna-se difícil para todos expressarem suas opiniões e ideias no limitado tempo disponível das reuniões.

Os conselhos de administração maiores podem passar por problema de *“free-riding”* no sentido de que cada membro do conselho depende dos outros membros para acompanhar a gestão, segundo Ahmed e Duellman (2007). Para Jensen (1993), à medida que o número de conselheiros aumenta sua eficiência diminui, e podem surgir conflitos internos.

Para Vafeas (2000), existe a possibilidade de que os conselhos sejam considerados eficientes quando possuem um quantitativo de membros intermediários. Alinhado à visão de Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em seu Manual de Boas Práticas de Governança Corporativa (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2009), recomenda que os conselhos de administração sejam compostos por um número mínimo de cinco membros e máximo de onze membros.

A partir dessas considerações iniciais, as hipóteses de estudo relacionadas ao tamanho do conselho de administração são:

- ♦ Hipótese 1a: O tamanho do conselho de administração, com ênfase no maior número de membros, é negativamente relacionado com a relevância da informação contábil.
- ♦ Hipótese 1b: A informatividade dos lucros contábeis divulgados é negativamente relacionada ao tamanho do conselho.

- ♦ Hipótese 1c: A informatividade dos lucros é maior nas empresas que atendem à recomendação do IBGC quanto ao número de membros que integram o conselho de administração.

### 2.5.2 Hipóteses relacionadas à independência do conselho.

Conselhos de administração dominados por conselheiros independentes são mais eficientes no exercício de sua função de controle por sofrerem menor influência da administração (Fama & Jensen, 1983). Beasley (1996) conclui que o monitoramento da qualidade dos relatórios financeiros por conselheiros independentes reduz a probabilidade de fraude da situação financeira.

Para Beekes et al. (2004), os conselheiros *insiders* possuem uma lealdade ao diretor executivo - CEO devido ao interesse de manter o emprego na empresa; e, portanto, os seus incentivos para monitorar qualidade da informação contábil são consideravelmente mais fracos do que para conselheiros independentes.

A presença de um conselho de administração independente, segundo Lopes e Walker (2008), pode ser percebida pelo mercado como um sinal de que a empresa está comprometida a se comportar de acordo com regras mínimas de boa conduta.

As hipóteses relacionadas à independência do conselho de administração são:

- ♦ Hipótese 2a: A independência do conselho de administração é positivamente relacionada com a relevância da informação contábil.
- ♦ Hipótese 2b: A informatividade dos lucros contábeis divulgados é positivamente relacionada com o percentual de independência do conselho.

### 2.5.3 Hipóteses relacionadas à separação entre os cargos de presidente do conselho e diretor executivo - CEO.

Jensen (1993) afirma que, quando o CEO também ocupa o cargo de presidente do conselho, sistemas de controle interno, como o conselho de administração, podem não cumprir eficazmente as suas principais funções de controle. Para Fama e Jensen (1983), é inadequado que um mesmo indivíduo seja responsável pela execução e monitoramento das decisões. Segundo os autores, isso provoca a diminuição da eficiência do controle do conselho.

Autores como Yermak (1996) e Brown e Caylor (2006) obtiveram evidências de que o valor de mercado da empresa é maior quando os cargos de CEO e de presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes.

A ocupação dos dois cargos, presidente do conselho e o diretor executivo, pela mesma pessoa pode reduzir a independência de um conselho, bem como sua capacidade de controlar eficazmente os gestores, incluindo menos divulgação de informações oportunas e relevantes para as partes interessadas externas (Gul & Leung, 2004).

As hipóteses relacionadas à separação entre os cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo - CEO são:

- ◆ Hipótese 3a: A separação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo é positivamente relacionada com a relevância das informações contábeis.
- ◆ Hipótese 3b: A informatividade dos lucros contábeis é maior nas empresas em que há separação entre os cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo - CEO.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

A amostra compreende as empresas ativas listadas na BM&FBovespa, para as quais haja dados disponíveis no período de 2008 a 2011. A amostra foi selecionada com base na liquidez anual em bolsa acima de 0,001, com a finalidade de assegurar que as empresas da amostra apresentem um mínimo de negociações de ativos, pois empresas com liquidez muito baixa têm menores probabilidades de possuírem cotações adequadas aos valores de mercado, importantes para este estudo. As empresas financeiras e fundos foram excluídas, em razão de suas particularidades na apuração dos resultados e de toda a sua estrutura contábil não ser análoga às demais empresas, conforme Moreira, Colauto, e Amaral (2010).

Foi considerada a data da publicação da demonstração, a data de registro do envio do arquivo à CVM, desde que antes das 17 horas, e o dia posterior, para os demais casos, tendo em vista o horário de fechamento da Bolsa de Valores de São Paulo ocorrer às 17 horas. Esse parâmetro foi utilizado especialmente para a coleta do preço da ação e do valor do Ibovespa.

As características do conselho de administração são obtidas por meio da consulta aos informes anuais (IAN) para os exercícios de 2008 e 2009 e aos formulários de referência (FR) para os exercícios de 2010 e 2011. O IAN ou FR utilizado para a coleta das informações referentes às características do conselho de administração foi o último enviado

à CVM antes da data da divulgação das demonstrações financeiras, considerando ser esta a informação pública disponível na data da apresentação das informações contábeis de interesse.

Os preços das ações, o valor do Ibovespa e as informações referentes ao conselho de administração são coletados manualmente, empresa por empresa, ano a ano, de acordo com a data da publicação de suas demonstrações financeiras.

Para as variáveis que utilizam as informações contábeis, a data base de coleta é a referente ao fechamento do exercício contábil em 31 de dezembro. Para o valor de mercado, são utilizados os valores referentes ao último dia de pregão do ano, ou seja, 30 de dezembro. Os dados foram coletados por meio do *software* Economática®.

A amostra final do estudo é composta por 678 observações, contando com 207 empresas diferentes, integrantes de 19 setores da economia conforme classificação da Economática®.

Para o cumprimento dos objetivos propostos, esta pesquisa tem a regressão múltipla como ferramenta principal de análise de dados, utilizando-se de dois modelos econométricos consagrados na literatura: o primeiro é o modelo de relevância baseado em Habib e Azim (2008) e Alkdai e Hanefah (2012) e o segundo é o modelo de informatividade baseado em Easton e Harris (1991) e Vafeas (2000) conforme a seguir especificados:

Equação 1 – Modelo de Relevância

$$P_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 LC_{i,t} + \delta_2 PL_{i,t} + \delta_3 LC_{i,t} * EC_{j,i,t} + \delta_4 PL_{i,t} * EC_{j,i,t} + \delta_5 END_{i,t} + \delta_6 MTB_{i,t} + \delta_7 TAM_{i,t} + \xi_{i,t}$$

Onde:

$P_{i,t}$  = preço da ação da empresa  $i$ , no período  $t$ , dividido pelo preço da ação em  $t-1$ ;

$LC_{i,t}$  = lucro contábil ajustado pelo valor de mercado da empresa  $i$ , no período  $t$ ;

$PL_{i,t}$  = patrimônio líquido ajustado pelo valor de mercado da empresa  $i$ , no período  $t$ ;

$EC_{j,i,t}$  = variáveis independentes das características da estrutura e composição do conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ; sendo TCA (tamanho do conselho de administração - representado pelo número de conselheiros efetivos conforme consta no IAN ou FR), IND (independência do conselho - representado pela relação entre conselheiros independentes e total de conselheiros da empresa (%)). São identificados como independentes aqueles conselheiros que assim são classificados pelas empresas em seus IANs e FRs) ou DCEO (separação do cargo de presidente do conselho de administração e diretor executivo - CEO - variável *dummy* assume valor 1 quando são separados os cargos de presidente do conse-

lho de administração e CEO da empresa. Esta informação é obtida por meio da análise do IAN ou FR);

$END_{i,t}$  = *proxy* para endividamento da empresa, representada pelo capital de terceiros dividido pelo passivo total, utilizada como variável de controle;

$MTB_{i,t}$  = *proxy* para oportunidade de crescimento, definida como o valor de mercado dos ativos dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido da empresa, utilizada como variável de controle;

$TAM_{i,t}$  = *proxy* para tamanho da empresa, representada pelo logaritmo natural do valor de mercado, utilizada como variável de controle;

$\xi_{i,t}$  = termo de erro da empresa  $i$  no período  $t$ .

A análise recai sobre o coeficiente de  $\delta_3$  e  $\delta_4$  (interação entre lucro contábil ou patrimônio líquido e as variáveis de estrutura do conselho de administração, inseridas uma a uma no modelo). As informações das características do conselho de administração serão consideradas relevantes para o mercado se o coeficiente de  $\delta_3$  e ou  $\delta_4$  forem estatisticamente diferentes de zero.

## Equação 02 – Modelo de Informatividade

$$RA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LC_{i,t} + \beta_2 LC * EC_{j,i,t} + \beta_3 LC * NEG_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \phi_s S_{i,t} + \sum_{A=2}^4 \delta_A A_{i,t} + \xi_{i,t}$$

Onde:

$RA_{i,t}$  = medida do retorno da ação da empresa  $i$ , no período  $t$  (retorno anormal - representa o excesso de retorno da empresa em relação ao mercado em determinado período de tempo. O retorno do mercado foi medido por meio do índice Bovespa);

$LC_{i,t}$  = lucro contábil ajustado pelo valor de mercado da empresa  $i$ , no período  $t$ ;

$EC_{j,i,t}$  = variáveis independentes das características da estrutura e composição do conselho de administração da empresa  $i$  no período  $t$ ; sendo TCA (tamanho do conselho de administração - representado pelo número de conselheiros efetivos conforme consta no IAN ou FR), IND (independência do conselho - representado pela relação entre conselheiros independentes e total de conselheiros da empresa (%)). São identificados como independentes aqueles conselheiros que assim são classificados pelas empresas em seus IANs e FRs) ou DCEO (separação do cargo de presidente

do conselho de administração e diretor executivo - CEO - variável *dummy* assume valor 1 quando são separados os cargos de presidente do conselho de administração e CEO da empresa. Esta informação é obtida por meio da análise do IAN ou FR);

$NEG_{i,t}$  = variável *dummy* para empresas que apresentam prejuízos no período;

$S_{i,t}$  e  $A_{i,t}$  = variáveis *dummies* de setor e ano respectivamente, inseridas com a intenção de eliminar eventos macroeconômicos que possam influenciar a relação retorno-lucro;

$\xi_{i,t}$  = termo de erro da empresa  $i$  no período  $t$ .

Seguindo a metodologia de Sarlo Neto (2009), o parâmetro de interesse é o  $\beta_2$  e representa o grau de relação entre o retorno da ação ( $RA_{i,t}$ ) e a informação contábil ( $LC_{i,t}$ ) - a informatividade, controlada pela variável de estrutura do conselho ( $EC_{i,t}$ ). Se  $\beta_2$  for positivo e significativo, indicará que as variáveis de estrutura do conselho proporcionam aumento de informatividade; caso seja negativo, indicará redução da informatividade.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Na Tabela 2 são apresentadas as estatísticas descritivas. Pode-se perceber elevada dispersão dos dados, em especial das variáveis lucro contábil, patrimônio líquido e *market-to-book*. Os elevados desvios-padrão em relação à média demonstram a heterogeneidade da amostra. A variável tamanho apresenta o menor desvio-padrão e possui média e medianas aproximadas.

Em relação às variáveis qualitativas, foi identificado que, no período estudado, 21,56% da amostra, ou seja, 146 observações são de empresas que apresentaram prejuízo no exercício fiscal. Em relação à variável DCEO, pode-se constatar que, em 72,87% dos casos, ou seja, em 494 observações, há separação entre os cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo - CEO.

**Tabela 2** Estatística descritiva

Variável	Nº de obs.	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
RA	678	0,1715	0,0425	0,6914	-1,3003	5,4115
P	678	1,2693	1,0787	0,8716	0,0007	7,2154
LC	678	0,0469	0,0619	0,18864	-1,2633	0,8048
TAM	678	14,1930	14,2781	1,7987	10,2989	17,8499
END	678	0,6285	0,5815	0,3405	0,1345	2,2761
MTB	678	2,2061	1,4980	3,0916	-4,1724	15,5072
TCA	678	7,436578	7	2,59723	3	17
IND	678	0,1869	0,1667	0,2012	0	0,8333

Na Tabela 3 são apresentadas as correlações entre as variáveis dos modelos. A variável dependente preço possui correlação positiva e significativa com as variáveis LC, PL, TAM e MTB. As duas variáveis representativas de estrutura do conselho (TCA e IND) e END não apresentaram correlação estatisticamente significativa com P. Assim, para estas variáveis não se deve considerar as correlações calculadas, negativa para END e TCA e positiva para IND, pois estas não apresentaram significância estatística, ou seja, que a correlação

é diferente de zero. A não significância da correlação destas variáveis pode ser uma consequência do número reduzido de observações da amostra, dificuldade essa encontrada em pesquisas no ambiente brasileiro devido ao número reduzido de empresas com títulos negociados na bolsa. A não significância estatística das correlações não prejudica a análise posterior, uma vez que correlações não representam efeitos causais, efeitos esses que se tentará identificar por meio das regressões múltiplas.

**Tabela 3** Correlação de Pearson entre as variáveis

Variável	RA	P	LC	PL	END	TAM	MTB	IND	TCA
LC	0,269*	0,258*	1,00						
PL	-	0,294*	0,380*	1,00					
END	-	-0,035	-0,392*	-0,502*	1,00				
TAM	-	0,118*	0,286*	0,092**	-0,407*	1,00			
MTB	-	0,158*	0,047	-0,155*	-0,100*	0,302*	1,00		
IND	0,069***	0,062	0,052	0,061	-0,207*	0,123*	0,098**	1,00	
TCA	0,000	-0,000	0,180*	0,174*	-0,196*	0,493*	0,027	0,037	1,00

Nota: \*, \*\*, \*\*\* significante em nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

A variável dependente retorno anormal não apresentou correlação estatisticamente significativa apenas com a variável tamanho do conselho de administração. Por meio da análise visual dos dados, pode-se observar que inexistem correlações entre pares de variáveis acima de 0,60. As maiores correlações observadas são entre PL e END (-0,502) e TAM e TCA (0,493), ambas significativas a 1%.

Na Tabela 4 são reportados os resultados obtidos para o modelo de relevância da informação contábil. O modelo 1 reportado na segunda coluna da Tabela 4 tem, como variável da estrutura do conselho, o tamanho do conselho de administração. Pode-se observar que os coeficientes de  $\delta_3$  e  $\delta_4$  são ambos estatisticamente não significativos. Estes resultados indicam que, em termos de relevância da informação contábil no mercado brasileiro, o tamanho do conselho de administração não é uma variável determinante e corroboram com o estudo de Alkdai e Hanefah (2012), que concluem que o tamanho não é um fator importante que afete a relevância da informação contábil, dada a não significância estatística dos coeficientes.

Na terceira coluna da Tabela 4 são reportados os resultados do modelo de relevância da informação contábil associada à independência do conselho de administração. Pode-se observar que os coeficientes de  $\delta_3$  e  $\delta_4$  são ambos positivos, porém  $\delta_3$  (LC\*IND) é estatisticamente não significativo, enquanto que  $\delta_4$  (PL\*IND) possui significância estatística.

Nos estudos de Alkdai e Hanefah (2012) e Habib e Azim (2008), não foi possível a confirmação do efeito positivo da independência do conselho de administração sobre a relevância da informação contábil dada a não significância estatística dos coeficientes.

Para o mercado brasileiro é possível verificar que o efeito positivo da independência do conselho de administração ocorre para a variável patrimônio líquido, e não para a variável lucro líquido. Conforme Lopes (2001), para o mercado brasileiro era esperado que a relevância fosse maior para o patrimônio líquido do que para o lucro líquido, dada a estrutura de governança e mercado de capitais.

Os resultados obtidos são indicativos de que a relevância da informação contábil é maior para as empresas com conselhos mais independentes provavelmente por se acreditar que estes desenvolvam suas funções de monitoramento com maior eficiência, conforme Jensen (1993), Beasley (1996), Beekes, Pope, e Young (2004), Lopes e Walker (2008).

Os resultados do modelo de relevância da informação contábil quando associada à separação dos cargos de presidente do conselho de administração e do diretor executivo são reportados na última coluna da Tabela 4. O coeficiente de  $\delta_4$  (PL\*IND) apresentou significância estatística e sinal positivo, portanto pode-se considerar o aumento da relevância da informação para o caso do patrimônio líquido; porém, dada a não significância estatística dos coeficientes de LC\*DCEO, não é possível confirmar o efeito da separação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo - CEO para o caso do lucro contábil.

Os resultados para o modelo de relevância indicam efeito positivo da independência do conselho de administração e a separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração sobre o patrimônio líquido, reforçando a opinião de Lopes (2001) de que o PL no mercado brasileiro possui maior relevância.

**Tabela 4** Resultados para modelo de relevância

Variável dependente preço da ação								
$P_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 LC_{i,t} + \delta_2 PL_{i,t} + \delta_3 LC_{i,t} * EC_{j,i,t} + \delta_4 PL_{i,t} * EC_{j,i,t} + \delta_5 END_{i,t} + \delta_6 MTB_{i,t} + \delta_7 TAM_{i,t} + \xi_{i,t}$								
Painel A: Estatísticas das Variáveis								
Variáveis	Modelo 1 – Hipótese: 1a EC = TCA		Modelo 2 – Hipótese: 2a EC = IND		Modelo 3 – Hipótese: 3a EC = DCEO			
	Coef.	EPR	Coef.	EPR	Coef.	EPR		
Intercepto	-0,300	0,333	-0,189	0,284	-0,17	0,296		
LC	0,836	0,816	0,620	0,387	1,236**	0,514		
PL	0,486*	0,171	0,338*	0,076	0,309*	0,091		
LC*EC	0,004	0,108	2,239	1,635	-0,560	0,531		
PL*EC	-0,007	0,019	0,578**	0,243	0,217**	0,091		
END	0,758*	0,165	0,687*	0,157	0,745*	0,153		
MTB	0,059*	0,018	0,059*	0,017	0,062*	0,017		
TAM	0,042***	0,022	0,036***	0,019	0,032	0,020		
Painel B: Estatísticas dos Modelos								
R <sup>2</sup> Ajust.	19,84%		23,37%		21,08%			
Estat. F	15,36		18,74		15,75			
Prob. F	0,000		0,000		0,000			
Nº Obs.	678		678		678			

Nota: Coef. é o coeficiente estimado. EPR: erro padrão robusto. \*, \*\*, \*\*\* significante em nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Todos os modelos foram corrigidos para erros robustos de White, tornando-se consistentes para heteroscedasticidade. Abordagem de dados em painel: modelo POLS. TCA é o tamanho do conselho de administração representado pelo número de membros efetivos no conselho; IND é o percentual de independência do conselho de administração, representado pela divisão do número de conselheiros independentes pelo total de conselheiros; DCEO é uma variável binária que assume valor 1 (um) se os cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo são ocupados por pessoas distintas e 0 (zero) nos demais casos.

Os resultados para o modelo de informatividade dos lucros são reportados em duas tabelas: a Tabela 5 contendo os resultados para as variáveis relacionadas ao tamanho do conselho de administração e a Tabela 6 apresentando os resultados para as variáveis de independência do conselho e separação de cargos.

O coeficiente de  $\beta_2$  (variável LC\*TCA) para o modelo 1, reportado na segunda coluna da Tabela 5, apresentou sinal negativo mas estatisticamente não significativo, não permitindo assim a aceitação da hipótese de que a informatividade dos lucros é negativamente relacionada com o tamanho do conselho. Vafeas (2000) argumenta que os conselhos



menores (representado pelo primeiro quartil) teriam uma relação positiva e os conselhos maiores (representado pelo quarto quartil), uma relação negativa. Para tanto, o modelo 2 reportado na terceira coluna da Tabela 5 foi operacionalizado de forma a verificar se existe tal relação para o mercado brasileiro. A variável TCA foi substituída por duas variáveis *dummies*, representativas do primeiro e quarto quartis do tamanho do conselho de administração.

O coeficiente estimado de LC\*TC1 apresentou sinal positivo, conforme a sugestão de Vafeas (2000), porém

estatisticamente não significativo, ou seja, não é possível afirmar que o efeito seja diferente de zero. Já para a variável LC\*TC4, o sinal do coeficiente estimado foi negativo e estatisticamente significativo ao nível de 10%, conforme é sugerido por Vafeas (2000), indicando que as empresas com os maiores conselhos de administração possuem os lucros menos informativos em relação às demais. Corroborando esse resultado parcial com Alves (2011), que também encontra uma relação entre tamanhos de conselhos maiores e maior gerenciamento de resultados.

**Tabela 5** Resultados para modelo informatividade – Tamanho do conselho

Variável dependente retorno anormal						
$RA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LC_{i,t} + \beta_2 LC * EC_{j,i,t} + \beta_3 LC * NEG_{i,t} + \sum_{s=2}^{19} \phi_s S_{i,t} + \sum_{A=2}^4 \delta_A A_{i,t} + \xi_{i,t}$						
Painel A: Estatísticas das Variáveis						
	Modelo 1 – Hipótese 1b EC = TCA		Modelo 2 – Hipótese 1b EC = TC1 e TC4		Modelo 3 – Hipótese 1c EC = DIBGC	
Variáveis	Coef.	EPR	Coef.	EPR	Coef.	EPR
Intercepto	-0,495*	0,166	-0,476*	0,167	-0,482*	0,169
LC	2,885*	0,998	2,185*	0,565	1,988*	0,552
LC*EC	-0,108	0,079	-	-	0,126	0,269
LC*TC1	-	-	0,311	0,490	-	-
LC*TC4	-	-	-0,887***	0,529	-	-
LC*NEG	-2,218*	0,761	-2,213*	0,763	-1,921*	0,621
<i>Dummy</i> Ano	Sim		Sim		Sim	
<i>Dummy</i> Setor	Sim		Sim		Sim	
Painel B: Estatísticas dos Modelos						
R <sup>2</sup> Ajust.	22,53%		22,82%		22,09%	
Estat. F	5,06		5,06		5,17	
Prob. F	0,000		0,000		0,000	
Nº Obs.	678		678		678	

Nota: Coef. é o coeficiente estimado. EPR: erro-padrão robusto. \*, \*\*, \*\*\* significante em nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Para as variáveis *dummy*, ano e setor, sim quer dizer que pelo menos um foi estatisticamente significativo, e não, o contrário. Todos os modelos foram corrigidos para erros robustos de White, tornando-se consistentes para heteroscedasticidade. Abordagem de dados em painel: modelo *POLS*. TCA é o tamanho do conselho de administração representado pelo número de membros efetivos no conselho; TC1 é uma variável binária que assume valor 1 (um) se o tamanho do conselho é igual ou menor que o primeiro quartil e 0 (zero) nos demais casos. TC4 é uma variável binária que assume valor 1 (um) se o tamanho do conselho é igual ou maior que o quarto quartil e 0 (zero) nos demais casos; DIBGC é uma variável binária que assume valor 1 (um) se o tamanho do conselho é de 5 a 11 membros e 0 (zero) nos demais casos.

Os resultados para o modelo 3 são reportados na última coluna da Tabela 5 e testam a hipótese de que a informatividade dos lucros seria aumentada para empresas que possuem um número intermediário de conselheiros. O coeficiente de  $\beta_2$  apresenta sinal positivo conforme esperado, porém estatisticamente não significativo, não permitindo, dessa forma, aceitar a hipótese H1c, indicando que para o mercado brasileiro, considerando-se a amostra de estudo, não é possível afirmar que a informatividade dos lucros é maior para conselhos de administração com número intermediário de membros efetivos.

Em comparação com os estudos anteriores, os resultados obtidos para a amostra de estudo são similares aos de Vafeas (2000), quando se divide a amostra de acordo com os quartis, indicando que os maiores conselhos reduzem a informatividade dos lucros contábeis reportados.

No entanto, quando é considerado o tamanho do conselho de forma linear, os resultados são convergentes aos de Dimitropoulos e Asteriou (2010) que também não obtiveram significância estatística da variável lucro contábil condicionada ao tamanho do conselho de administração e divergentes aos resultados obtidos por Ahmed et al. (2006) dado que esses autores obtiveram evidências empíricas que comprovaram a hipótese de que o aumento no tamanho do conselho reduz a informatividade dos lucros.

Na segunda coluna da Tabela 6 são reportados os resultados para o modelo 1 que utiliza a variável IND, que representa o percentual de independência do conselho de administração. O coeficiente de  $\beta_2$  (LC\*IND) apresentou sinal positivo conforme o esperado e estatisticamente significativo ao nível de 10%, confirmando a hipótese de que a maior independência do conselho de administração aumentaria a informatividade dos lucros contábeis.

Alternativamente, conforme sugerido por Fama e Jensen (1983), que conselhos dominados por conselheiros independentes seriam mais eficazes, criou-se a *dummy* para independência do conselho de administração, identificando conselhos dominados por conselheiros independentes. Os resultados para o modelo 2 da Tabela 6, que utiliza como *proxy* para in-

dependência do conselho a variável DOM, são reportados na terceira coluna da Tabela 6. O coeficiente de  $\beta_2$  (LC\*DOM) é positivo e estatisticamente significativo ao nível de 10%. Esse resultado reforça o resultado obtido no modelo 1 da Tabela 6 de que a informatividade dos lucros aumenta com a maior independência do conselho de administração.

**Tabela 6** Resultados para modelo informatividade

Variável dependente retorno anormal						
$RA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LC_{i,t} + \beta_2 LC * EC_{j,i,t} + \beta_3 LC * NEG_{i,t} + \sum_{s=2}^{10} \phi_s S_{i,t} + \sum_{A=2}^4 \delta_A A_{i,t} + \xi_{i,t}$						
Painel A: Estatísticas das Variáveis						
Variáveis	Modelo 1 – Hipótese 2a EC = IND		Modelo 2 – Hipótese 2a EC = DOM		Modelo 3 – Hipótese 3a EC = DCEO	
	Coef.	EPR	Coef.	ERP	Coef.	EPR
Intercepto	-0,456*	0,165	-0,486*	0,166	-0,494*	0,166
LC	1,884*	0,594	2,037*	0,560	2,243*	0,716
LC*EC	1,767***	1,053	2,365***	1,322	-0,214	0,395
LC*NEG	-1,932*	0,634	-1,931*	0,627	-2,011*	0,668
<i>Dummy</i> ano	Sim		Sim		Sim	
<i>Dummy</i> setor	Sim		Sim		Sim	
Painel B: Estatísticas dos Modelos						
R <sup>2</sup> Ajust.	22,72%		23,09%		22,15%	
Estat. F	5,46		5,44		5,20	
Prob. F	0,000		0,000		0,000	
Nº Obs.	678		678		678	

Nota: Coef. é o coeficiente estimado. EPR: erro-padrão robusto. \*, \*\*, \*\*\* significante em nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Para as variáveis *dummy* de ano e setor, sim quer dizer que pelo menos um foi estatisticamente significativo, e não, o contrário. Todos os modelos foram corrigidos para erros robustos de White, tornando-se consistentes para heteroscedasticidade. Abordagem de dados em painel: modelo POLS. IND é o percentual de independência do conselho de administração, representado pela divisão do número de conselheiros independentes pelo total de conselheiros; DOM é uma variável binária que assume valor 1 (um) se o percentual de independência é superior a 50%, e 0 (zero) nos demais casos, DCEO é uma variável binária que assume valor 1 (um) se os cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo são ocupados por pessoas distintas e 0 (zero) nos demais casos.

Os achados do estudo corroboram os resultados dos estudos de Firth et al. (2007), Dimitropoulos e Asteriou (2010) e Abdoli e Royae (2012), os quais também encontraram evidências de que a informatividade dos lucros aumenta com a maior fração de membros independentes no conselho de administração. Ademais, reforçam os argumentos de Beasley (1996) e Jensen (1993) de que conselhos mais independentes são mais eficazes e os argumentos de Lopes e Walker (2008) de que um conselho de administração independente pode ser percebido pelo mercado como um bom sinal de que a empresa se compromete a se comportar sob regras mínimas de boa conduta.

A hipótese de estudo H3b prevê que a informatividade dos lucros é maior nas empresas em que há a separação entre os cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo – CEO. A estatística F (5,20) do modelo 1 expresso na Tabela 6 comprova a significância do modelo ao nível de 1%. Os resultados reportados do modelo 3 apresentados na última coluna da Tabela 6 apresentam um coeficiente de  $\beta_2$  (LC\*DCEO) com sinal negativo e estatisticamente não significativo. A hipótese de estudo previa que a relação entre a separação dos cargos e a informatividade de lucros fosse positiva. Os resultados apontam para uma relação negativa, no entanto,

sem significância estatística do coeficiente, e neste caso não se pode afirmar que essa relação seja diferente de zero, ou seja, de que há algum efeito.

A relação negativa entre a separação dos cargos e a informatividade dos lucros contábeis foi identificada por Abdoli e Royae (2012), indicando a maior informatividade dos lucros contábeis nas empresas onde o presidente do conselho é também diretor executivo – CEO, sendo pelos autores justificada como o mercado percebendo o acúmulo de funções como um fator positivo na gestão da empresa.

Os resultados obtidos nesta pesquisa, de forma conjunta, corroboram os de Lopes e Walker (2008) e Gabriel (2011), que indicam que é maior a qualidade das informações contábeis das empresas com melhores práticas de governança corporativa, mas divergem dos resultados de Antunes et al. (2009), que afirmam que os níveis diferenciados da BM&FBovespa não afetam a qualidade dos lucros. Contudo, essas comparações de resultados devem ser analisadas com cautela porque, nos estudos citados, as *proxies* de governança são índices ou a listagem, nos níveis diferenciados da bolsa, métricas diferentes das utilizadas nesta pesquisa.

Na Tabela 7 é apresentado um resumo dos resultados conforme as hipóteses de estudo formuladas na seção 2.5.

**Tabela 7** Resumo dos resultados por hipóteses do estudo

Hipótese	Sinal esperado	Sinal obtido	Estatisticamente significativo	Resultado
H1a	-	Misto	Não	Não confirmada
H1b	-	-	Apenas uma especificação	Parcialmente confirmada
H1c	+	+	Não	Não confirmada
H2a	+	+	Patrimônio líquido	Confirmada
H2b	+	+	Sim	Confirmada
H3a	+	Misto (+ PL e - LC)	Patrimônio líquido	Confirmada
H3b	+	-	Não	Não confirmada

Em resumo, os resultados indicam que, no mercado brasileiro, para as empresas que negociam ações na BM&FBovespa, as características de independência do conselho de administração e separação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo - CEO influenciam a qualidade da informação contábil reportada, especificamente sobre relevância do

patrimônio líquido, ambas exercendo influência positiva. Já a independência do conselho de administração e os tamanhos maiores de conselhos exercem influência sobre a qualidade da informação especificamente na informatividade dos lucros reportados, sendo positiva a influência da independência do conselho e negativa a influência do tamanho do conselho.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi investigar os efeitos das características do conselho de administração (tamanho e independência do conselho, separação entre os cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo - CEO) sobre a relevância da informação contábil e a informatividade dos lucros das empresas listadas na BM&FBovespa.

As evidências empíricas foram obtidas com base em uma amostra de dados de empresas não financeiras com liquidez anual acima de 0,001 para os anos de 2008 a 2011, integrantes de 19 setores da economia de acordo com a classificação do aplicativo Economática®, por meio da técnica multivariada de regressão múltipla.

As evidências empíricas obtidas no mercado brasileiro, com base na amostra de estudo, permitem a aceitação das hipóteses de que a independência do conselho de administração (H2a) e a separação dos cargos de presidente do conselho de administração e diretor executivo - CEO (H3a) exercem efeitos positivos sobre a relevância do patrimônio líquido.

A hipótese de que a independência do conselho de administração influencia positivamente na informatividade dos lucros reportados (H2b) não pode ser rejeitada, indicando que a informatividade dos lucros é maior nas empresas com conselhos de administração mais independentes.

Em relação à hipótese de que o tamanho do conselho de administração influencia negativamente a informatividade dos lucros contábeis reportados (H1b) não pode ser rejeitada considerando os conselhos de administração maiores representados pelo quarto quartil, indicando que empresas com conselhos mais numerosos têm reduzida a informatividade dos lucros contábeis reportados.

As hipóteses de que a informatividade dos lucros é maior para empresas que atendem a recomendação do IBGC quanto

ao número ideal de membros (H1c) e que a informatividade dos lucros é maior nas empresas em que há separação dos cargos de presidente do conselho e diretor executivo - CEO (H3b) não foram aceitas dado que os coeficientes foram estatisticamente não significativos.

Os resultados obtidos não permitem determinar o efeito do tamanho do conselho de administração sobre a relevância da informação contábil (H1a) dado que os coeficientes não foram estatisticamente significativos.

As limitações do estudo estão relacionadas com as características do mercado acionário brasileiro que possui empresas com baixa liquidez e número reduzido de participantes comparadas a outros mercados, tal como no norte-americano, o que faz com que o tamanho da amostra seja limitado. A métrica para independência do conselho de administração pode ter sua mensuração distorcida, uma vez que a classificação como conselheiro independente fica a cargo da própria empresa, podendo, portanto, haver viés na definição de conselheiro independente de uma empresa para outra.

Após a conclusão desta pesquisa, percebe-se que ainda existem lacunas na literatura nacional acerca de outras características que envolvem os conselhos de administração e que podem ser investigadas no futuro, tais como: i) investigar a relação entre conselhos em duas camadas, formados por conselho de administração e conselho fiscal permanente, e as propriedades da qualidade da informação contábil; ii) investigar relação das propriedades da qualidade da informação contábil (relevância, representação fidedigna e tempestividade) e comitês de auditoria no ambiente brasileiro; e iii) investigar se, para o mercado brasileiro, a *expertise* financeira dos membros de conselho de administração, conselho fiscal e comitê de auditoria afetam a qualidade das informações contábeis reportadas.

## Referências

- Abdoli, M. R., & Royae, R. (2012). Board monitoring and earnings quality: an empirical study in Iran. *African Journal of Business Management*, 6 (11), 4179-4184.
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework & survey. *Journal of Economic Literature*, 48 (1), 58-107.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 43 (2-3), 411-437.
- Ahmed, K., Hossain, M., & Adams, M. B. (2006). The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings. *Corporate Governance*, 14 (5), 418-431.
- Alkdai, H. K. H., & Hanefah, M. M. (2012). Board of directors' characteristics and value relevance of accounting information in Malaysian shariah-compliant companies: a panel data analysis. *Economics and Finance Review*, 2 (6), 31-44.
- Alves, S. M. G. (2011). The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal. *Journal of Financial Reporting & Accounting*, 9 (2), 141-160.
- Anderson, R. C., Mansi, S., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting & Economics* (JAE), 37 (3), 315-342.
- Antunes, G. A., Teixeira, A. J. C., Costa, F. M., & Nossa, V. (2009). Efeitos da adesão aos níveis de governança da Bolsa de Valores de São Paulo na qualidade da informação contábil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 3 (1), 1-14.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159-178.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting & Economics*, 31 (1-3), 77-104.
- Beasley, M. (1996). An empirical analysis between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71 (4), 443-466.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Beekes, W., Pope, P., & Young, S. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance*, 12 (1), 47-59.
- Bratton, W. W., & McCahey, J. A. (1999). Comparative corporate governance and the theory of the firm: the case against global cross reference. *Columbia Journal of Transnational Law*, 38 (2), 214-297.
- Brown, L., & Caylor, M. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25 (4), 409-434.
- Brown, W. D., He, H., & Teitel, K. (2006). Conditional conservatism and the value relevance of accounting earnings: an international study. *European Accounting Review*, 15 (4), 605-626.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 237-333.
- Dimitropoulos, P., & Asteriou, D. (2010). The effect of board composition on the informativeness and quality of annual earnings: empirical evidence from Greece. *Research in International Business and Finance*, 24 (2), 190-205.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.
- Firth, M., Fung, P. M.Y., & Rui, O. M. (2007). Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings - evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26 (4), 463-496.
- Gabriel, F. (2011). *Impacto da adesão às práticas de governança corporativa no índice de qualidade da informação contábil*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Gillan, S.L. (2006). Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, 12 (3), 381-402.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23 (5), 351-379.
- Habib, A., & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21 (2), 167-194.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review of the Federal Reserv Bank of New York*, 9 (1), 7-36.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. IBGC. (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (4 ed.). São Paulo, SP: IBGC.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Kothari, S.P., & Zimmerman J. L. (1995). Price and return models. *Journal of Accounting and Economics*, 20 (2), 155-192.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 3-27.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2007). Board of directors' characteristics and conditional accounting conservatism: Spanish evidence. *European Accounting Review*, 16 (4), 727-755.
- Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado em 19 outubro, 2012, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm).
- Lipton, M., & Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48 (1), 59-77.
- Lopes, A. B. (2001). *Uma contribuição ao estudo da relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Lopes, A. B. (2002). *A informação contábil e o mercado de capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- Lopes, A. B. (2008). A teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade. In S. Iudicibus, & A. B. Lopes (Coord.). *Teoria avançada da contabilidade*. (pp. 170-185). São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Lopes, A. B., & Walker, M. (2008). *Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: an experiment in Brazil*. Recuperado em 22 de novembro de 2012, de <http://ssrn.com/abstract=1095781> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1095781>.
- Marra A., Mazzola, P., & Prencipe, A. (2011). Board monitoring and earnings management pre- and post-IFRS. *The International Journal of Accounting*, 46 (2), 205-230.
- Moreira, R. L., Colauto, R. D., & Amaral, H. F. (2010). Conservadorismo condicional: estudo a partir de variáveis econômicas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21 (54), 64-84.
- Sarlo Neto, A. (2009). *Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19 (2), 139-160.
- Xie, B., Davidson, W. N., & Dadalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9 (3), 295-316.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40 (2), 185-213.