



Elisa Maria Moser

**Atuação dos Conselhos de
Administração em uma Agenda
Estratégica de Perspectivas
Futuras para a Empresa**

Tese de Doutorado

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio.

Orientador: Prof. Jorge Ferreira da Silva

Rio de Janeiro
Agosto de 2020



Elisa Maria Moser

**Atuação dos Conselhos de
Administração em uma Agenda
Estratégica de Perspectivas
Futuras para a Empresa**

Tese de Doutorado

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo.

Prof. Jorge Ferreira da Silva

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Fabio de Oliveira Paula

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Jorge Brantes Ferreira

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Andre Luiz Carvalho da Silva

COPPEAD – UFRJ

Ricardo Pereira Câmara Leal

COPPEAD – UFRJ

Rio de Janeiro, 05 de agosto de 2020

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização do autor, do orientador e da universidade.

Elisa Maria Moser

Bacharel em Administração de Empresas pela Universidade do Estado de Santa Catarina (2007). MBA em Finanças com ênfase em Mercado de Capitais pela Fundação Getúlio Vargas – FGV/Rio (2009). Mestre em Administração pelo IBMEC - Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (2012). Funcionária do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES na Área de Mercado de Capitais. Professora convidada da disciplina de Fusões, Aquisições e Alianças do MBA da Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI- SC.

Ficha Catalográfica

Moser, Elisa Maria

Atuação dos conselhos de administração em uma agenda estratégica de perspectivas futuras para a empresa / Elisa Maria Moser ; orientador: Jorge Ferreira da Silva. – 2020.

148 f. : il. ; 30 cm

Tese (doutorado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2020.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Conselho de Administração. 3. Inovação. 4. Governança corporativa. 5. Brasil. 6. Pauta de reunião. I. Ferreira, Jorge. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

Um doutorado, com certeza, não é um projeto concluído sem apoio e sacrifícios de familiares e amigos. E não é um projeto tão memorável se não for intensamente vivido... Em breve linhas, minha justa homenagem àqueles que me apoiaram e àqueles que permitiram fazer dessa uma extenuante, mas muito gratificante experiência

ao meu marido Daniel, pelo apoio incondicional do início ao fim, que participou desde a primeira vontade, as noites mal dormidas, até a colaboração ativa na coleta de dados

aos meus pais Antônio e Maria de Lurdes, que não mediram esforços no apoio e carinho para que eu pudesse concluir a tese com saúde e bem estar

à minha filha Isabele, meu maior projeto, que veio ao mundo durante a tese para me dar forças para avançar

ao Prof. Jorge Ferreira, por ter me mantido persistente e motivada para a conclusão da tese

aos meus amigos da PUC-Rio, principalmente, Andrea, Paulo, Hudson, e Camila, pelas incontáveis parcerias de estudo, pelo incentivo no tema de governança, por não me deixar desistir e por me apontar os caminhos do doutorado

a CAPES e PUC-Rio, pelos auxílios concedidos que me permitiram realizar este trabalho. O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001

aos colegas de trabalho do BNDES, que compreenderam a importância, apoiaram e me incentivaram na realização desta tese e em especial ao Victor Furtado, cuja ajuda foi fundamental na ideia e construção da base de dados

aos professores da Univali-SC, especialmente Prof. Dinora e Rosileni, pelo convite de lecionar e viver essa rica experiência durante o doutorado

Resumo

Moser, Elisa Maria; Silva, Jorge Ferreira da. **Atuação dos conselhos de administração em uma agenda estratégica de perspectivas futuras para a empresa.** Rio de Janeiro, 2020, 148p. Tese de Doutorado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente estudo teve por objetivo identificar os atributos do conselho e as características da empresa associados a um conselho de administração estratégico. Parte-se da realidade brasileira de governança e busca-se trazer luz para algumas das questões envolvendo o que é um conselho estratégico inovador, como identificá-lo, como se organizam os atributos de um conselho estratégico, quais as características da firma que podem estar associadas a um conselho estratégico e ainda, verificar se grupos de empresas com os fatores associados a um conselho estratégico teriam desempenho superior. Por meio de uma análise de conteúdo sobre 6.985 itens de pauta, de 3.084 reuniões de conselho de administração, de 325 empresas brasileiras de capital aberto em 2018, foram identificados quatro níveis quanto ao teor estratégico dos temas de discussão do conselho. A análise envolveu um sistema categórico não apriorístico (FRANCO, 2007), embora tenha utilizado em grande medida o modelo de Clarke (2018) quanto à estrutura das funções do conselho de administração. Verificou-se que, na maioria das empresas, houve reuniões de conselho de temáticas envolvendo perspectivas futuras da empresa. O teor estratégico das reuniões de conselho formou a variável dependente utilizada nos estudos quantitativos. Aplicando a técnica de regressão multivariada, obteve-se que a quantidade de reuniões de CA, a quantidade de membros no CA, a quantidade de conselheiros independentes, a presença feminina no CA, a idade média do conselho, e o setor, se intensivo em conhecimento, são previsores do teor estratégico dos conselhos de administração. Com o auxílio da técnica de clusterização, verificou-se a existência de três grupos de empresas associados ao nível estratégico do CA: (1) conselhos legalistas, (2) conselhos maduros estratégicos e (3) conselhos emergentes

estratégicos. Verificou-se que os dois grupos dos conselhos estratégicos superaram o desempenho do grupo de conselhos legalistas medido em termos de retorno sobre o ativo médio de 2017 e 2018. Por fim, por meio da técnica de regressão logística binomial, identificamos que o modelo contendo quantidade de reuniões do CA, quantidade de membros do CA, percentual de ações do acionista controlador, independência executiva do conselho e setor, se intensivo em conhecimento, foi significativo [$X^2(5) = 75,580$; $p < 0,001$; R^2 Nagelkerke = 0,326] e apresentou um aumento de 17% no percentual de acerto (71% de acerto) em relação ao modelo nulo (54% de acerto).

Palavras-Chave

Conselho de Administração, Governança Corporativa, Pauta de reunião, Agenda do Conselho, Papeis do Conselho

Abstract

Moser, Elisa Maria; Silva, Jorge Ferreira da (Advisor). **Boards of Directors in a Strategic Agenda of Future Perspectives for the Company**. Rio de Janeiro, 2020, 148p. Tese de Doutorado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The present study aimed to identify attributes of the board and characteristics of the company associated with a strategic board of directors. Situated in the Brazilian governance context, it searches for shed some light on some of the emergent questions related to an innovative strategic council, how to identify it, which are the attributes related to a strategic council, which company characteristics may be associated to a strategic board and also check if groups of companies with strategic board reaches superior performance. Through a content analysis of 6,985 agenda items, of 3,084 board meetings, of 325 publicly traded Brazilian companies in 2018, a four levels rating system of strategic content of board discussion topics was created, once the content analysis involved not an a priori category classification system (FRANCO, 2007), although it used to a large extent Clarke (2018)'s model regarding the functions of the board of directors. It was found that, in most Brazilian companies, there were meetings of forward-looking thematic discussions. The average strategic content rate of the 2018 board meetings of the companies formed the dependent variable that was then used in the quantitative approach of the study. Applying a multivariate regression technique, we found that the number of board meetings, the number of board members, the number of independent directors, the female presence in the board, the average board age and the sector, if it is knowledge intensive, are predictors of the strategic content of the board of directors. With the aid of the clustering technique, three groups of companies related to strategic boards were found: (1) legal boards, (2) mature strategic boards and (3) emerging strategic boards. It was found that the two groups of the strategic boards outperformed the group of legalistic boards measured in terms of average return on assets of 2017 and 2018. Finally, using the binomial logistic regression technique, we

found that the model containing number of board meetings, number of board members, percentage of shares of the controlling shareholder, executive independence of the board and sector, if it was knowledge intensive, was significant [$X^2(5) = 75.580$; $p < 0.001$; R^2 Nagelkerke = 0.326] and presented a 17% increase (71% of correctness) in relation to the null model (54% of correctness).

Keywords

Board of Directors, Corporate Governance, Meeting agenda, Board Agenda

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	16
1.1. Contextualização	16
1.2. Objetivos Final e Intermediários.....	25
1.3. Delimitação do Estudo	26
1.4. Relevância do Estudo	26
1.5. Lacuna Teórica	28
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	29
2.1. Movimento Atual de Governança Corporativa	32
2.2. Perspectivas Teóricas.....	38
Teoria de Agência.....	39
Teoria da Dependência de Recursos.....	42
2.3. Papeis do Conselho de Administração.....	43
2.4 Atuação Estratégica do Conselho em Perspectivas futuras	48
2.4 Atributos do Conselho de Administração	53
Contributividade.....	55
a) Tamanho do Conselho	55
b) Frequência das Reuniões de Conselho	57
Independência	58
c) Dualidade de CEO	59
d) Conselho Executivo	62
e) Conselheiros Independentes	63
Diversidade.....	65
f) Gênero	68
g) Idade do Conselho.....	71
h) Formação	72
2.5 Fatores Organizacionais	74
i) Idade	74
j) Tamanho	76
k) Controle_Acionário	77
l) Setores Intensivos em Conhecimento.....	78
2.6 Desempenho	80
a) Métricas de CA e Inovação.....	80
b) Métricas de Criação de Valor.....	83
3. Consolidação	84
3. METODOLOGIA	86
3.1 Fonte de Dados	87
3.2 Design Geral.....	88
Abordagem Qualitativa: Análise de Conteúdo.....	88

Abordagem Quantitativa: Regressão Multivariada	93
3.3 Estabelecendo as Hipóteses	94
3.4 Variáveis	95
3.5 Premissas para a Regressão	97
3.6 Robustez	99
3.7 Análise de Desempenho	100
4. RESULTADOS	102
4.1 Conteúdo Estratégico das Reuniões de CA	102
4.2 Modelo Preditivo e Teste de Hipóteses	112
5. ROBUSTEZ	118
5.1 Análise de Cluster	118
5.1.1 Desempenho	121
5.2 Regressão Logística Binária	125
6. DISCUSSÕES E RECOMENDAÇÕES	130
6.1 Sumário do Estudo	130
6.2 Discussão dos Resultados	137
6.3 Contribuições para a Teoria e para a Prática	140
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	144

Lista de Figuras

Figura 1 – Modelo teórico das funções do conselho de administração	88
Figura 2 – Nuvem de palavras dos termos de busca	101
Figura 3 – Principais termos de busca nos itens de pauta	102
Figura 4 – Classificação dos itens de pauta	103
Figura 5 – Classificação das Reuniões de CA.....	104
Figura 6 – Classificação das Reuniões de CA.....	105
Figura 7 – Classificação das empresas conforme nota média das reuniões de 2018.....	106
Figura 8 – Classificação das empresas pela nota média das RCAs de 2018	107
Figura 9 – Classificação das empresas pela nota máxima das RCAs de 2018	108
Figura 10 – Importância relativa dos preditivos na análise de cluster	113
Figura 11 – Tamanho dos clusters	113
Figura 12 – Diferenças de desempenho entre os clusters	118

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Perspectivas teóricas utilizadas	38
Tabela 2 – Principais referências de variáveis.....	83
Tabela 3 – Operacionalização das variáveis	95
Tabela 4 – Tratamento de Outliers	96
Tabela 5 – Resultado do Teste de Hipóteses	110
Tabela 6 – Descrição dos Clusters Formados	114
Tabela 7 –Ajuste Geral do Modelo de Regressão Logística	120
Tabela 8 –Ajuste Geral do Modelo de Regressão Logística	120
Tabela 9 –Variáveis Selecionadas pelo Modelo	121

Lista de Quadros

Quadro 1 – Seleção da Literatura Existente	30
Quadro 2 – Classificação dos itens de pauta das reuniões de conselho ...	89
Quadro 3 – Resultado da ANOVA.....	115
Quadro 4 – Post Hoc Anova.....	116

Lista de Siglas

CA – Conselho de Administração

CEO – Chief Executive Officer

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EBITDA - Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização

IBGC – Instituição Brasileira de Governança Corporativa

JCR - Journal Citation Reports

OECD - Organisation for Economic Co-Operation and Development

P&D – Pesquisa e Desenvolvimento

RCA – Reunião do Conselho de Administração

ROA – Retorno sobre o Ativo (*Return on Assets*)

ROE – Retorno sobre o Patrimônio (*Return on Equity*)

SJR - Scimago Journal & Country Rank

TSV – Retorno total para o acionista (*Total Shareholder Value*)

“I decided to think about the problems just a few hours a day, prepare myself for the future most of the hours, and then, use the few hours left to enjoy the moment.

Anônimo

“The best way to predict your future is to create it”

Peter Drucker

1.

INTRODUÇÃO

1.1.

Contextualização

Governança corporativa, no senso mais lato, descreve, sistematiza e dispõe sobre como as organizações devem ser governadas. O conceito não é novo, mas seu funcionamento e entendimento decorre de dinâmicas em constante evolução.

Existe, no conselho de administração, órgão que pode ser considerado o epicentro do sistema de governança (CLARKE, 2018), ou, o principal mecanismo interno de governança de uma empresa (AGUILERA et al., 2015), um grande potencial de criação de valor.

É o que afirmam Mccahery e Vermeulen (2014) quando relembram o episódio de Steve Jobs no seu retorno à Apple. Jobs, após ser removido como chefe da divisão da Macintosh em 1985, retornou ao conselho em 1997, e em 6 de agosto de 1997, em sua oportunidade de discursar no Macworld Expo em Boston, evitou deliberadamente o anúncio de produtos novos e inovadores, mas revelou a nomeação de quatro novos conselheiros criteriosamente escolhidos.

Jobs estava convencido de que mudar a composição do conselho de administração era um primeiro passo necessário para trazer de volta o foco, a relevância e a interação (com o mundo exterior) para a empresa em sua jornada para introduzir inovações disruptivas e produtos criativos para seus clientes em potencial (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014, p. 127, tradução nossa)

Para a Apple, uma das empresas mais admiradas do mundo, o conselho foi a chave para prover o presidente da companhia com conhecimento e experiência externas, e a resposta para indicar que a empresa tomaria novos rumos, a partir de membros cuidadosamente escolhidos para guiar as necessidades de crescimento e inovação da empresa. Os autores

utilizam esse episódio para contrastar como, sob o modelo tradicional de governança corporativa, os conselhos de administração geralmente seguiram para uma função de monitoramento e supervisão, a despeito de seu potencial estratégico.

O caso é bastante notório para questionar, quando nos deparamos com a realidade brasileira: estaria o sistema de governança corporativa das empresas brasileiras orientado para promover o papel estratégico e de apoio ao negócio? Os conselhos brasileiros estão indo além de um papel de monitoramento e supervisão? Debater a necessidade de estratégia e inovação é para todas as empresas ou algo restrito às empresas de tecnologia? E ainda, o conselho pode ser parte na criação de valor para a empresa? Essas são algumas das questões que permearam o ponto de partida deste estudo.

Dentre os estudiosos de governança, existe a percepção, compartilhada por alguns autores, de que os conselhos estão atualmente mais associados ao papel de monitoramento e imbuídos de responsabilização e prestação de contas do que comprometidos com o futuro dos negócios (DAL CARO, 2018; MCCAHERY; VERMEULEN, 2014; SIQUEIRA, 2018). Assim, governança corporativa, nos últimos anos, pelos mais diversos motivos, têm tido um foco excessivo no controle, com sistemas muito focados em evitar falhas, criando e reforçando uma cultura de aversão ao erro (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018).

No Brasil, não é difícil pensar o que ocasionou o início desse contexto. O histórico recente de Operação Lava-Jato e contestadas atuações empresariais vieram justamente questionar o sistema de governança corporativa existente. Tanto para leigos quanto para os teóricos de governança, esses episódios tiveram um efeito comum: uma sensação de fracasso sobre os esforços de governança até então, e que acabou culminando em uma reação defensiva.

Essa visão não é compartilhada por todos. Para Mats Isaksson, chefe da Divisão de Assuntos Corporativos da OCDE (*Organisation for Economic Co-Operation and Development*), os escândalos corporativos recentes não

deveriam ser vistos como um fracasso do movimento de governança corporativa, pelo contrário. Para esse autor, tais fatos vieram a se tornar escândalos justamente porque uma visão mais clara de governança corporativa já foi introjetada na sociedade, o que faz alarmar para situações destoantes, conforme expõe:

(...) alguns escândalos podem realmente ser um sinal de uma cultura corporativa melhor, o que significa que esses tipos de problemas de governança ou comportamentos inadequados não são mais aceitáveis. Antigamente, as mesmas questões de governança, que agora são concebidas como um escândalo, eram percebidas como socialmente aceitáveis (MERENDINO; GOERGEN, 2018, p. 414, tradução nossa)

Os eventos de repercussão negativa, no entanto, possuem o efeito de suscitar uma ação imediata. Apesar de criticável (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014; MERENDINO; GOERGEN, 2018), é comum surgir nesses momentos uma reação de revisão dos códigos e recomendações de governança. Não alheio a essa realidade, no Brasil, após ondas de repercussão negativa nas condutas empresariais, cresceu o apelo por uma governança intensamente calcada em prestação de contas, transparência, *compliance*, integridade e lisura.

Na bolsa de valores brasileira, a reforma do Novo Mercado, nível mais elevado de governança corporativa ao qual as empresas aderem voluntariamente, contemplou uma série de exigências com ênfase em *compliance*: instalação do comitê de auditoria, instalação de auditoria interna e *compliance*, necessidade de divulgação de regimentos e políticas internas, códigos de conduta, política de remuneração, de indicação de membros para composição das instâncias internas, de gerenciamento de riscos, de transação com partes relacionadas e de negociação de valores mobiliários (SIQUEIRA, 2018).

Os esforços de governança orientaram-se, em boa medida, para conter novos fracassos. Destaca-se, como afirma Siqueira (2018), que a qualidade da governança adotada por uma empresa tem papel tanto na criação quanto na destruição de valor, sendo mais fácil comprovar essa relação de

causa e efeito no segundo caso. Não à toa, portanto, que os efeitos negativos dos sistemas de governança repercutiram mais intensamente.

Mccahery e Vermeulen (2014) analisam a dinâmica dos sistemas de governança corporativa por um modelo tridimensional. Para esses autores, no modelo unidimensional, a ênfase de governança recai sobre o paradigma da teoria de agência, onde o objetivo do sistema de governança é maximizar a riqueza dos acionistas. Após escândalos corporativos no início do século, novas diretrizes de governança se voltaram para regras mais rigorosas e detalhadas. Nesse caso, a necessidade recaiu sobre a proteção da empresa quanto a constantes estímulos de curto prazo para suprir as exigências imediatas do mercado de capitais com foco no acionista. Surgiu então, segundo os autores, o modelo bidimensional de governança, que acentua a importância do longo prazo, tendo como uma das medidas isolar o conselho da natureza curto prazista da gestão. O papel do conselho como guardião de longo prazo da organização é comum na literatura de governança (DAL CARO, 2018; SIQUEIRA, 2018).

A crítica ao modelo bidimensional é que, na ânsia por reverter os problemas dos escândalos corporativos, os sistemas de governança podem ter terminado por enquadrar os conselhos a meros mecanismos de controle, excessivamente formais, sobre os executivos da organização, particularmente o CEO (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014).

No modelo tridimensional de governança, os autores sugerem então a necessidade de uma governança que focaliza o crescimento futuro e a criação de valor (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014). Assim, um conselho bem equilibrado, com membros orientados para o produto e para o mercado, com visão de negócio, segundo os autores, concilia todas as necessidades, com a criação de valor para os acionistas no longo prazo.

No Brasil, uma série de iniciativas já vem sendo empreendida nessa nova dimensão. Carlomagno (2018) destaca que existe um movimento de aproximação dos conselhos com a inovação. O autor menciona algumas iniciativas de conselhos em prol de inovação, como missões ao Vale do

Silício, interação com convidados experts no tema, visitas a aceleradoras e incubadoras e seleção de conselheiros com expertise em inovação.

Em 2018, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em seu congresso anual, reuniu profissionais e acadêmicos para debater o tema Governança e Inovação. No livro tema do congresso, os autores destacam que “*por mais relevantes e urgentes que sejam as inovações ligadas ao uso da internet, sistemas de tecnologia da informação e comunicação, a inovação é um tema mais amplo*” (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018, p.15). No âmbito do conselho, mencionam, a inovação assume a forma da liderança e direcionamento estratégico sobre as perspectivas futuras da empresa.

Dessa forma, tem-se, na voz do IBGC, um apelo para um papel estratégico do conselho que não é um tema novo na literatura, mas que ressurgiu, em função da necessidade atual do contexto brasileiro, permeado por novas características. Em uma linha semelhante ao enunciado por Mccahery e Vermeulen (2014), o papel estratégico do conselho está relacionado à inovação, à capacidade de pensar o futuro dos negócios e à criação de valor. Para o IBGC, essa questão foi abordada sob o título governança e inovação.

Em novembro de 2018, o congresso acadêmico SEMEAD reuniu, em uma palestra de integração entre academia e negócios (*business case*), apresentação do IBGC igualmente sob o título Governança Corporativa e Inovação, buscando apresentar o papel da academia nessa necessidade de pensar as empresas com um conselho mais estratégico. Em pesquisa recente do IBGC, reportada pelo Valor Econômico de 1º de junho de 2020, foi avaliado que 47% dos conselhos tendem a dedicar mais de 30% do tempo das reuniões a temas que deviam ser tratados no âmbito da gestão das companhias, e ainda, 46% do tempo das reuniões se foca mais no passado do que no futuro (GÓES, 2020).

Surge assim, por diferentes frentes, acadêmica, profissional e do ente regulador, uma chamada para aprofundar o conhecimento sobre a função do conselho de administração e seu papel estratégico nos tempos atuais.

Para Clarke (2018), o conselho de administração deve, de um lado, manter esforços contínuos e robustos na questão da prestação de contas, o que envolve a análise de demonstrativos financeiros e desempenho da companhia, cujo risco é a imprudência nos rumos da organização. Mas, por outro, o conselho não deve negligenciar a função de liderança para direcionamento estratégico e inovação, onde o risco é a paralisia da organização.

Para Siqueira (2018), o conselho de administração possui reconhecida importância no acompanhamento de resultados financeiros e da estratégia da organização, sendo que, enquanto o primeiro permite um recorte do passado, o que não garante futuro, a estratégia, caminhando junto com cultura organizacional e liderança, apontam para o futuro.

Assim, lado a lado, esforços acadêmicos se unem a esforços empresariais, com vistas a alguns ajustes no sistema de governança, onde os autores vem clamando para um olhar projetivo do conselho no futuro da organização, ao contrário de um “olhar pelo retrovisor” (DAL CARO, 2018).

Em uma pesquisa mundial com 750 conselheiros de grandes empresas de capital aberto, O’Kelley et al. (2019) destacaram os conselhos altamente eficazes. Esses conselhos estavam à frente de empresas de alto desempenho (aquelas que haviam superado *benchmarks* relevantes em termos de retorno total aos acionistas (TSR) por dois ou mais anos consecutivos). O que os autores do estudo perceberam sobre esses conselhos foi uma diferença sobre a qualidade das discussões: *“esses conselhos gastam a mesma quantidade de tempo em seu trabalho que o grupo global de pares, mas priorizam discussões mais estratégicas, de longo prazo e prospectivas”* (O’KELLEY et al., 2019, p.2, tradução nossa).

A pesquisa de O’Kelley et al. (2019) apontou que planejamento estratégico, supervisão das transações de fusões e aquisições (M&A) e planejamento de sucessão de CEOs estavam entre os três principais temas a que esses conselhos haviam dedicado a maior parte do tempo nos últimos 12 meses. Por outro lado, atividades como longas análises de demonstrações financeiras, atividades relacionadas à auditoria e atividades relacionadas à

conformidade, embora também fossem realizadas, ocupavam um espaço menor de tempo (O'KELLEY et al., 2019).

O apelo pela função estratégica do conselho de administração já aparece na literatura de governança há algumas décadas. Zahra e Pearce (1989), após ampla revisão de literatura, sintetizam três papéis críticos do conselho: serviço, estratégia e controle. Sobre os teóricos de governança da corrente legalista, que ignoravam o papel de estratégia do conselho, os autores criticam que a *“abordagem tendeu a ignorar as importantes contribuições do conselho em cooptar o ambiente externo ou no desenvolvimento e implementação de estratégias”* (ZAHRA; PEARCE, 1989, p.296, tradução nossa). O que se tem hoje é uma evidência da necessidade do papel estratégico do conselho na contramão de um conselho excessivamente focado no papel de controle.

Diante da iminência do tema, que decorre do diagnóstico atual de teóricos e práticos de governança, no sentido de aumentar o debate sobre a atuação dos conselhos em uma agenda de perspectivas futuras da organização, foi realizada uma busca de revisão de literatura sobre o tema governança e inovação, tal como enunciado pelo IBGC nos congressos, palestras e livros recentes que enfatizaram essa questão. Dentre os estudos empíricos de governança e inovação associada a perspectivas futuras da empresa, somente dois estudos de surveys foram encontrados, embora a importância do tema tenha sido recorrentemente mencionada. Tampouco foram identificados na literatura estudos para avaliar as pautas das reuniões de conselho, de forma a aumentar a compreensão sobre a real atuação dos conselhos por meio das temáticas de discussão.

O presente estudo pretende contribuir com essa onda de governança atual inovando em três aspectos: (1) desenvolvendo uma escala própria para avaliar o papel estratégico do conselho, quando este está associado a perspectivas futuras da organização, (2) permitindo a partir desta variável identificar possíveis relações com características do conselho e da firma, e (3) pela primeira vez que se tem conhecimento, utilizou-se a pauta das

reuniões de conselho como insumo para caracterizar, por meio de análise de conteúdo, o papel do CA em estratégia e inovação.

Destaca-se que a pauta das reuniões do conselho pode ser um fator chave, pouco explorado na academia, como uma via de acesso sobre a atuação dos conselhos, trazendo à luz aspectos qualitativos de discussão.

Ao tratar de governança e inovação, muitos estudos enfatizam métricas como investimentos em P&D (ABEBE; MYINT, 2018; BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018; CHEN; LEUNG; EVANS, 2018; DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, 2016; GULDIKEN; DARENDELI, 2016; ROSSI; HU; FOLEY, 2017; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017) ou registros e patentes (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015; BALSMEIER; FLEMING; MANSO, 2017; CHEN; LEUNG; EVANS, 2018). Dentre as desvantagens dessas métricas destaca-se a incerteza das despesas com P&D, por exemplo (GULDIKEN; DARENDELI, 2016), sendo que muitas vezes não é possível verificar se tais investimentos efetivamente se transformaram em inovação (SWIFT, 2018), ou ainda, refere-se a uma métrica limitada quanto ao próprio papel do P&D, que antes ocorria interno às empresas e hoje ocorre sobre novas bases (CARLOMAGNO, 2018).

A pauta das reuniões de conselho permite revelar o teor estratégico das reuniões, diferenciando um conselho efetivamente engajado numa visão projetiva e do futuro dos negócios de um conselho meramente cumpridor das obrigações legais. A falta de maiores estudos que abordassem como interpretar as pautas das reuniões de conselho e como extrair delas informações importantes sobre o sistema de governança corporativa de uma empresa levantou uma lacuna teórica, à qual este estudo pretende prestar alguma contribuição.

Destaca-se que essa lacuna identificada pela associação entre conselho de administração e inovação no sentido de perspectivas futuras da empresa foi apontada por teóricos acadêmicos (CLARKE, 2018; MCCAHERY; VERMEULEN, 2014), por formuladores de políticas de

governança (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018; MERENDINO; GOERGEN, 2018) e por profissionais do mundo empresarial (GORNSTZEIJN; LIKHTMAN, 2017; O’KELLEY et al., 2019). Destaca-se a urgência deste tema no Brasil, em razão de acontecimentos político econômicos recentes, e que vem se tentando mudar por meio da cultura empresarial, onde o conhecimento acadêmico pode prestar relevante contribuição.

Muitos autores vem apontando a existência de uma mentalidade em governança atualmente do tipo “checking the box” (ou “ticking-the-box”) (AGUILERA, 2005; GORNSTZEIJN; LIKHTMAN, 2017; GUERRA; SANTOS, 2017; MERENDINO; GOERGEN, 2018; SUBRAMANIAN, 2015). Trata-se de uma disfunção, em que as empresas estariam apenas cumprindo estritamente as recomendações de governança em forma, sem internalizar o “espírito” dos códigos. Predomina a forma sobre a substância. Ao adotar uma abordagem qualitativa sobre a atuação do conselho, esse estudo busca trazer um pouco mais de profundidade e realidade para o debate, superando parâmetros meramente formais.

O objetivo é, portanto, avaliar e classificar o conteúdo das reuniões de conselho em níveis quanto ao teor estratégico, analisando todas as pautas de todas as reuniões de conselho das empresas brasileiras de capital aberto em 2018. Essa é a primeira abordagem, de natureza qualitativa.

A segunda abordagem, de natureza quantitativa, consiste em identificar atributos do conselho e características da firma associados a um conselho estratégico, por meio da técnica de regressão. Por fim, será analisado se às empresas com um conselho estratégico está associado um desempenho superior.

Esse estudo pretende prestar uma contribuição para a terceira dimensão de governança corporativa (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014), que redireciona o papel do conselho de uma empresa para melhorar a tomada de decisão, o crescimento futuro e a criação de valor. Nesse papel, enfatizamos inovação, no âmbito do conselho, como aquelas atividades “*de formulação de estratégia - revisão da estratégia, formulação de nova*

estratégia e criação e recursos de uma organização focada no futuro, capaz e comprometida com a inovação” (CLARKE, 2018, p.20). Esse estudo está em linha com a governança da inovação como uma *“abordagem estratégica para direcionar, promover e sustentar a inovação”* (CARLOMAGNO, 2018, p.138). Como argumentado por Mccahery e Vermeulen (2014), embora na teoria os papéis de monitoramento e de apoio estratégico do conselho sejam bastante conhecidos dos sistemas jurídicos em todo o mundo, na prática existe uma lacuna entre teoria e prática, onde geralmente não há tempo suficiente para que os conselhos executem adequadamente sua função de aconselhamento.

Assim, a fim de lançar luz sobre o que se apresenta como uma nova onda de pesquisa em governança, espera-se que os resultados do presente estudo possam cooperar nas seguintes questões: ***como caracterizar a atuação de um conselho estratégico? Existem atributos do conselho e características próprias das empresas capazes de prever um conselho inovador em criar o futuro da organização? É possível afirmar que conselhos estratégicos estão relacionados a um desempenho superior?***

1.2.

Objetivos Final e Intermediários

Esse estudo tem por objetivo principal identificar atributos do conselho e características da empresa associados a um conselho de administração estratégico.

São objetivos intermediários desse estudo:

- Levantar e categorizar a atuação dos conselhos das empresas brasileiras quanto ao teor estratégico por meio dos itens de pauta das reuniões de conselho
- Identificar atributos do conselho de administração associados a um conselho estratégico

- Identificar características da empresa associadas a um conselho estratégico
- Verificar se existe relação entre grupos de empresa com conselho estratégico e o desempenho no sentido de criação de valor

1.3.

Delimitação do Estudo

O estudo cobrirá as empresas brasileiras de capital aberto listadas na Bovespa ativas tendo como período temporal o ano de 2018.

1.4.

Relevância do Estudo

- *Para a academia:*

O presente estudo pretende contribuir para o avanço da pesquisa acadêmica que se insere no movimento atual de governança da inovação, onde a ênfase é o papel estratégico do conselho. Tem por premissa a importância do CA em direcionar e sustentar um ambiente de inovação visando a criação de valor para a companhia no longo prazo. Enquanto a maior parte dos estudos acadêmicos de governança corporativa utilizou métricas quantitativas de inovação e aspectos quantitativos do conselho, este estudo pretende realizar uma análise qualitativa sobre a pauta das reuniões de conselho, desenvolvendo uma classificação própria dos temas de reunião e fatores associados a um conselho estratégico. Busca-se, ainda, relacionar atributos do conselho e características da empresa como possíveis antecedentes de um conselho estratégico. Essa abordagem multi-métodos pode levantar elementos interessantes negligenciados por estudos anteriores de governança.

- *Para os gestores:*

A pesquisa enfatiza a atuação do conselho de administração em um papel mais estratégico, que perceba a necessidade de dedicar parte relevante de sua atenção à criação do futuro, ao contrário de uma gestão olhando pelo retrovisor. Nesse sentido, governança corporativa está expressa sob a ótica da criação de valor e não de um “dever ser” protocolar. As empresas provavelmente negligenciam aspectos de governança se esses tiverem se tornados meros parâmetros protocolares de cumprimento de obrigações. Por outro lado, se for possível identificar o que torna um conselho mais estratégico é possível que os gestores percebam governança com um potencial de criação de valor. Assim, do ponto de vista empresarial, o que se deseja provar é a sustentação de um modelo de governança onde o CA priorize a capacidade da empresa de inovar, ter estratégia e planejar seu futuro.

- *Para formuladores de políticas de governança:*

Ao avaliar as atas das reuniões de conselho de todas as empresas brasileiras de capital aberto no ano de 2018, esse estudo permite obter, primeiramente, um diagnóstico relevante e atual sobre a agenda de atuação dos conselhos. O tema governança e inovação, como já mencionado, foi a tônica do congresso do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 2018, o que demonstra que há, entre os formuladores de políticas de governança, uma preocupação sobre o assunto. Enquanto os códigos e políticas de governança costumam enfatizar uma visão do conselho baseada nos alicerces da teoria de agência, a identificação de um conselho estratégico e os atributos a ele associados pode agregar importantes elementos da teoria de dependência de recursos à prática de governança. O elo entre atributos do conselho e fatores da empresa associados ao conselho estratégico inovador pode trazer insights sobre novas políticas de governança

1.5.

Lacuna Teórica

Existe uma necessidade de aumentar o debate sobre o que contribui para um conselho mais estratégico e inovador. Foram identificados apenas estudos no formato de survey associando conselhos de administração a inovação, quando o termo inovação está empregado no sentido de perspectivas futuras da empresa, e numa perspectiva subjetiva dos conselheiros de administração. Não foram encontrados estudos empíricos relacionando dados objetivos da organização nesse intuito. Também não foram identificados meios para interpretar as pautas das reuniões de conselho e como extrair delas informações importantes sobre a atuação dos conselhos. O presente estudo pretende prestar uma contribuição ao movimento de governança e inovação, desenvolvendo por meio de uma abordagem qualitativa uma classificação sobre a atuação estratégica dos conselhos, tecendo ainda, por meio de abordagem quantitativa, possíveis associações entre um conselho inovador e seus antecedentes.

2.

REFERENCIAL TEÓRICO

A fim de obter uma literatura atualizada e relevante sobre o tema utilizou-se um processo minucioso de revisão de literatura. A partir da pergunta de pesquisa, verificou-se a necessidade de levantar a literatura proveniente da associação dos conceitos “governança corporativa” e “inovação”. No entanto, tendo governança corporativa um espectro muito amplo, e de forma a contemplar diretamente a literatura referente a conselho de administração, tema de interesse desta tese, optou-se pela associação dos termos ‘conselho de administração’ e ‘inovação’ como conceitos centrais ("board of directors" AND "innovation").

Ainda, de acordo com a literatura de governança, o sentido empregado para inovação associa-se ao papel estratégico do conselho nos termos de Zahra e Pearce (1989). De forma a contemplar os papéis do CA, realizou-se uma busca complementar nas bases de dados tendo como palavras-chave "board roles" OR "roles of the board" AND "innovation".

Destaca-se que não foram encontrados resultados significativos para buscas que refletissem a interseção entre conselho de administração e pauta de reunião, considerando diversas variações possíveis para o segundo termo. De fato, após levantamento da literatura existente, como será tratado mais adiante, percebeu-se uma lacuna de estudos que explorassem essa importante fonte de dados sobre a atuação do conselho.

A problemática desta tese está relacionada ao contexto tratado pelo IBGC no Congresso Anual de 2018 sob o tema Governança e Inovação. Assim, uma visão geral do tema de estudo foi obtida a partir da leitura do livro “Governança Corporativa e Inovação: Tendências e Reflexões”. Trata-se de uma seleção do IBGC de 18 artigos atuais sobre os principais desafios nos conselhos aplicados ao caso brasileiro.

Para verificar o estado da arte das pesquisas acadêmicas foi feito um levantamento por meio das bases eletrônicas *Web of Science* e *SCOPUS*.

Uma primeira busca foi realizada no Web of Science em 18.04.2019, tendo como palavras-chave "board of directors" AND "innovation" sem restrição de campo ("all fields"). A base localizou 244 artigos. Foram então utilizados três filtros, sendo: (i) tipo de documento: artigo, (ii) áreas temáticas: "Management OR Business OR Economics OR Business Finance" e (iii) período temporal: 2015-2019, de forma que a seleção passou a constar de 64 artigos. Por fim, os artigos foram ranqueados por nível de citação, selecionados com base no fator de impacto do periódico e conteúdo de título e *abstract*, gerando uma listagem de 27 artigos.

Procedimento semelhante foi adotado utilizando a base de dados SCOPUS, no qual os conceitos foram inseridos nos campos de título, abstract ou palavras-chave ("Title-Abs-Keys"), sendo o tipo de documento artigo ou revisão ("article or review") e o período temporal a partir de 2014. Neste caso, a base de dados retornou 185 artigos, e, após filtros sobre o tipo de fonte "*journal*" e áreas temáticas "*Business, Economics, Social*", e com base no fator de impacto do periódico e conteúdo de título e *abstract*, obteve-se uma listagem de 84 artigos. Do resultado da seleção dessas duas bases, Web of Science e Scopus, após leitura, foram selecionados 45 artigos.

Da busca referente a "board roles" OR "roles of the board" AND "innovation" resultaram 46 artigos e, após idênticos procedimentos de filtragem, foram obtidos 10 artigos.

Para avaliação de fator de impacto, utilizou-se o Scimago Journal & Country Rank (SJR) 2017 e Journal Citation Reports - Clarivate Analytics (JCR 2017), tendo utilizado como filtro um fator de impacto superior a 0,9 ou pertencentes a Q1 ou Q2.

Ainda, de forma a atualizar a pesquisa, em 18.04.2020 (um ano após a primeira seleção), foram repetidos os procedimentos nas duas bases gerando, após leitura e seleção, 10 novos artigos.

No quadro abaixo, estão sistematizados os resultados da revisão de literatura, envolvendo a prática detalhada acima que assegurou, além do livro contendo 18 artigos de cunho mais teórico, 55 artigos acadêmicos de ênfase empírica de alta relevância e atualidade sobre a temática desejada.

Ainda, de modo complementar à busca de artigos, foram pesquisados trabalhos acadêmicos na Biblioteca Digital Brasileira de Teses e Dissertações do IBICT, na qual foram obtidos 35 resultados, conforme quadro acima, sendo 8 delas consideradas adequadas ao escopo da pesquisa.

Quadro 1 – Seleção da Literatura Existente

Contexto Brasileiro - livro	Artigos	Artigos selecionados	
Livro: Governança Corporativa e Inovação (IBGC, 2018)	18		18

Palavras-Chave	Artigos retornados	Filtros	Artigos selecionados
"board of directors" AND "innovation"	429	111	45
"boards role" OR "roles of the board" AND "innovation"	46	30	10
TOTAIS	475	141	55

Palavras-chave	BDTD/IBICT	Selecionados
conselho de administração & inovação	3	0
conselho de administração & estratégia	26	7
inovação & desempenho & mercado de capitais	6	1
TOTAIS	35	8

Fonte: Elaboração Própria

Adicionalmente, artigos, reports e surveys de instituições profissionais mais alinhadas à prática de mercado foram também incluídas na revisão de literatura, trazendo abordagens relacionadas ao mercado de capitais, conselho de administração, estratégia e inovação, de instituições como World Economic Forum, International Finance Corporation (IFC), World Bank Group, Russel Reynolds, Federated Hermes.

A leitura dos artigos foi catalogada em um quadro de revisão teórica, comparando os principais parâmetros dos estudos empíricos. Assim, o quadro de estudos anteriores construído contemplou: objetivo do estudo,

construtos utilizados, argumento teórico, hipóteses, ano e país da pesquisa, amostra/ nº de empresas, metodologia utilizada, fonte de dados, variável dependente e variáveis independentes, além dos principais resultados.

2.1.

Movimento Atual de Governança Corporativa

Dentre as muitas acepções do termo Governança Corporativa, provavelmente a que melhor corresponde à sua utilização no mercado de capitais é aquela que enfatiza a perspectiva financista, segundo a qual governança corporativa lida com os meios pelos quais os investidores (provedores de recursos financeiros às empresas) se asseguram de que terão o retorno sobre seu capital investido (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Para tanto, Aguilera, Desender, Bednar e Lee (2015) subdividem os mecanismos de governança em internos ou externos à organização. Dentre os mecanismos de governança internos à organização, o conselho de administração é o mais relevante, mas os autores mencionam também a estrutura de propriedade (e controle) e os incentivos gerenciais. Dentre os mecanismos externos à organização, os autores apontam seis: o sistema jurídico, o mercado de controle (ex. takeovers), auditores externos, ativistas de partes interessadas, agências de *rating* e a mídia. Frequentemente, os mecanismos internos de governança funcionam combinados com os mecanismos externos, quando, por exemplo, o conselho de administração tem um papel disciplinando os executivos, e esse papel é ativado e seu efeito amplificado pela existência de um mecanismo externo, como disposições legais ou imprensa negativa. O sistema legal, em especial, é um amplo mecanismo externo de governança que molda como as empresas são governadas (Aguilera et al., 2015).

O estado de governança corporativa de um país reflete muito de sua estrutura institucional, suas estruturas econômicas e sociais, o que resulta na segurança e na proteção a investidores e partes interessadas das empresas. Recentemente, no Brasil, o tema passou a estar no epicentro de

debates de empresas, governo e academia. O sentimento dominante em estudiosos do tema, no entanto, por algum tempo, foi de fracasso.

Apesar de todos os esforços, de cada vez mais pessoas estarem trabalhando em prol de um sistema de governança e do envolvimento cada vez maior de instituições em aderir às práticas de governança, a história recente do Brasil ficou marcada pelo que foi considerado “o maior escândalo de corrupção”, em um caso flagrante de falha de governança na principal empresa brasileira.

Os fatos do caso, em sua maior parte, são de conhecimento público, em virtude da ampla cobertura midiática. Teve ele como pano de fundo o fato de a Petrobras, mergulhada em quadro de corrupção sistêmica, ter deixado de observar, na condição de seus negócios, os princípios mais básicos de governança corporativa, causando enormes prejuízos aos seus investidores (ALMEIDA, 2018, p. 63)

O Brasil não foi um caso isolado. A Sarbanes-Oxley Act foi uma reação a uma série de escândalos corporativos ocorridos na década de 1990 e no início dos anos 2000 (ALMEIDA, 2018). Embora, para alguns autores, a gravidade do caso brasileiro se deu por envolver diversas empresas simultaneamente:

Escândalos corporativos não ocorrem apenas no Brasil. É possível listar desde o estrondoso caso Enron, que motivou a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos, até episódios mais recentes, protagonizados por empresas tradicionais em seus setores, como Siemens e Volkswagen. A diferença no Brasil está na estarrecedora abrangência das irregularidades, identificadas em empresas líderes de mercado em diversos segmentos (SIQUEIRA, 2018, p. 82).

Os acontecimentos, no Brasil, solicitaram reflexão. Constantes debates passaram a questionar a efetividade do sistema de governança, sua utilidade e adequação às empresas brasileiras. Códigos e recomendações de governança passaram a ser questionados... estariam sendo efetivos? Ou seriam apenas uma “documentação adicional para as empresas, uma

vez que não foram capazes de evitar escândalos”? (MERENDINO; GOERGEN, 2018).

O atendimento às melhores práticas de governança perdeu ênfase no contexto corporativo. Ao avaliar uma empresa, um ar de desconfiança paira sobre seu nível de governança, como se já não fosse possível saber se, para além do atendimento normativo, existiria um verdadeiro atendimento aos princípios de governança:

No país é possível observar, de um lado, casos de empresas de grande porte, com ações listadas em bolsa de valores, com estrutura completa de governança corporativa – na forma – mas que não cumprem sequer a legislação e os regulamentos; no outro extremo há muitas empresas de pequeno porte com atuação ética, responsáveis e cumpridoras de leis e regulamentos e que, no entanto, percebem o termo “governança” como algo complexo e inviável para suas realidades. Existem grandes desafios nesses dois extremos (...). (SIQUEIRA, 2018, p.86)

Sim, existem grandes desafios. No entanto, é possível que os escândalos observados no Brasil recentemente reflitam justamente o avanço do movimento de governança, e não o contrário. Para Mark Mats Isaksson, chefe do departamento de negócios corporativos da OECD (Organisation for Economic Co-Operation and Development), um dos poucos formuladores de política de governança em nível supra nacional, esse é o recado a ser passado sobre as crises corporativas enfrentadas recentemente:

nas décadas de setenta e oitenta (...) algumas grandes empresas familiares desviaram seus recursos financeiros para os interesses da própria família, por exemplo, comprar um jato pessoal, pagar férias extremamente luxuosas com o dinheiro da empresa etc. Naquela época, nem sequer era um problema. Agora, pelo menos, é um crime! Portanto, não podemos subestimar o progresso que fizemos em governança corporativa nas últimas décadas. (...) Em outras palavras, alguns escândalos podem realmente ser um sinal de uma cultura corporativa melhor, o que significa que esses tipos de problemas de governança ou comportamentos inadequados não são mais

aceitáveis. Antigamente, as mesmas questões de governança, que agora são concebidas como um escândalo, eram percebidas como socialmente aceitáveis”. (MERENDINO; GOERGEN, 2018, p. 414, tradução nossa)

Assim, se de um lado a mídia possui um papel como mecanismo externo de governança em divulgar os acontecimentos, para que tais feitos sejam considerados um escândalo é preciso haver um convencimento social da inaceitabilidade dos fatos. E é justamente neste ponto que é possível dizer que o Brasil avançou.

Manuais e preceitos de governança foram descumpridos. Mas não porque sejam inócuos, mas sim, sob essa ótica, porque o hábito permanecia apesar das aparentes implementações. E foi, justamente por existirem enquanto regramentos, que passou a ser possível apontar grave falha em padrões que podiam ter sido habituais.

É comum haver uma demanda, após escândalos, pela revisão dos códigos de governança. Para os estudiosos no tema, trata-se de uma ansiedade irrelevante, posto que a mudança necessária não está no conteúdo dos normativos, mas no fato de as empresas estarem preocupadas em cumpri-los na forma e não na substância (MERENDINO; GOERGEN, 2018).

No ambiente atual de governança, muitos autores vêm apontando para uma disfunção corporativa comum. Trata-se de um comportamento típico “ticando as caixas” (do inglês, “ticking-the-box”) (AGUILERA, 2005; GORNSZTEIJN; LIKHTMAN, 2017; GUERRA; SANTOS, 2017; MCCAHERY; VERMEULEN, 2014; MERENDINO; GOERGEN, 2018; SUBRAMANIAN, 2015). Ou seja, as empresas estariam apenas cumprindo as recomendações de governança em forma, sem internalizar o “espírito” dos códigos.

O desafio, atual, é garantir que os códigos de governança sejam vistos como legítimos e bem fundamentados para as empresas e seus tomadores de decisão, e que sejam percebidos como significativos, vitais e essenciais pelos conselheiros (MERENDINO; GOERGEN, 2018).

Por parte dos políticos, é comum, após um escândalo com apelo social, uma pressão pela edição de novas e mais estritas regras de funcionamento de mercado (MERENDINO; GOERGEN, 2018). O problema é que as empresas, nesse ímpeto, acabam assoladas por obrigações que as desviam de seu objetivo no mercado de capitais. Após a SOX, por exemplo, algumas empresas teriam listados suas ações fora dos EUA por considerarem, dentre outras razões, as demandas da SOX como excessivas (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018).

Podemos constatar no Brasil hoje uma tendência deste tipo, que perpassa todos os mecanismos de governança, externos e internos à organização. Registra-se um foco em controle, monitoramento e supervisão, na busca por conter qualquer possibilidade de falhas ou fracassos, algo que vem sendo impregnado na cultura de muitos conselhos de administração. Para Brandão et al (2018), depois de anos de operações como a Lava-Jato, os sistemas de governança estão muito focados justamente em evitar falhas, criando e/ou reforçando uma cultura de aversão ao erro, à experimentação.

Siqueira (2018) afirma que a qualidade da governança adotada tem papel tanto na criação quanto na destruição de valor de uma empresa, sendo mais fácil comprovar essa relação de causa e efeito no segundo caso. O problema é que o excesso, que corresponde a um extremo rigor ao lidar com risco, também pode ser muito danoso à criação de valor para a organização.

Clarke (2018) destaca que o CA deve, de um lado, manter esforços contínuos e robustos na questão da prestação de contas, sob o risco de imprudência nos rumos da organização, mas, de outro, tem a função de liderança para direcionamento estratégico e inovação, que não podem ser negligenciados, sob o risco de paralisia da organização.

De fato, alguns autores vem apontando os riscos de um monitoramento excessivo por parte do conselho de administração (GULDIKEN; DARENDELI, 2016; WU; WU, 2014). Quando a ênfase do conselho está em excessivo monitoramento, há pouco espaço para correr riscos, pensar o futuro ou criar novos negócios. Há pouco espaço para a inovação.

Assim, considerando que governança corporativa é um termo socialmente construído que evolui com o tempo (Ocasio, W., & Joseph, J. (2005) apud AGUILERA et al., 2015), é possível que os novos contornos dos estudos de governança estejam ainda evoluindo sob o impacto desses acontecimentos. É possível também que se esteja saindo de um excesso, e, tal qual um movimento pendular, o foco comece a transitar do excesso de controles e aversão a riscos para uma visão um pouco mais ampliada (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018). Parte-se para uma nova abordagem de governança, associada ao crescimento das empresas e a uma estratégia de inovação (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014).

Quando as estruturas de governança falham, o que ocorre é que as empresas encontram estruturas sub ótimas (AGUILERA et al., 2015; MERENDINO; GOERGEN, 2018), então é preciso questionar a todo momento se as estruturas de governança existentes efetivamente otimizam o que há de ser bom para as empresas. Quando as empresas percebem que o sistema de governança existente é capaz de gerar valor, então não há incentivo a uma estrutura sub ótima. As empresas farão esforço e serão cobradas pela melhor governança, não pela forma, mas pelo conteúdo (MERENDINO; GOERGEN, 2018).

Muitos autores mais recentes já vêm enfatizando, no meio empresarial, o anseio por um CA mais efetivo em orientação do que em monitoramento, especialmente considerando atividades de inovação no sentido de perspectivas futuras.

Esperamos que os conselhos maximizem o tempo gasto em estratégia e outras atividades prospectivas, enquanto inevitavelmente precisam resolver outros problemas. Os tópicos prioritários para conselhos eficazes incluem planejamento estratégico ou revisão, supervisão das principais transações e planejamento de sucessão para a gerência. Esses conselhos reduzem o tempo gasto na revisão de demonstrações financeiras e atividades relacionadas à conformidade. A auditoria continua sendo uma função importante do conselho, embora não deva distraí-lo de ter uma visão prospectiva (GORNSTZEIJN; LIKHTMAN, 2017 p. 14, tradução nossa).

Os conselheiros, portanto, têm a responsabilidade de fornecer orientação estratégica sobre a cultura, comportamentos e incentivos que impulsionarão a geração de valor a longo prazo (O'KELLEY et al., 2019).

Em um momento de incertezas ou de necessidade de reformulações, a academia pode prestar importante contribuição na construção dessa nova onda de governança. Existe uma necessidade de mudança, bem como um norte ainda em evolução, sobre o qual é preciso apropriar-se sob diferentes perspectivas.

Esse estudo contribui para o movimento atual de governança corporativa, que desponta no sentido de governança, estratégia e inovação. Destaca-se que o estudo é, ele mesmo, inovador, trazendo uma nova abordagem para avaliação da atuação do conselho de administração, desenvolvendo uma categorização própria para avaliar o teor inovador das discussões no âmbito das reuniões do conselho de administração.

Entende-se que há um diagnóstico sobre os conselhos no Brasil, levantado pelo principal ente no assunto (IBGC), que aponta para a necessidade de mudança. Esse mesmo norte tem sido apontado na literatura acadêmica de governança, de forma que, buscando conciliar teoria e prática, esse estudo enfatiza uma ótica de governança que possa ser efetiva e necessária para as empresas em suas estratégias de crescimento, criação de negócios e criação de valor.

2.2.

Perspectivas Teóricas

A fim de prosseguir no estudo sobre conselho de administração e inovação, foram levantadas as diferentes perspectivas teóricas dos estudos empíricos analisados. O quadro a seguir apresenta o resultado desse levantamento, no qual tiveram destaque a Teoria de Agência e a Teoria de Dependência dos Recursos:

Tabela 1 – Perspectivas teóricas utilizadas

Fundamentação Teórica	Autores
Teoria de Agência	(ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015; BALSMEIER; FLEMING; MANSO, 2017; BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018; CHEN; LEUNG; EVANS, 2018; DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH

	V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, 2016; FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA; NIETO, 2016; GULDIKEN; DARENDELI, 2016; ROBIN; ANN; EDDY, 2018; ROSSI; HU; FOLEY, 2017; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017; ZONA, 2014a)
Resource Dependence Theory	(ABEBE; MYINT, 2018; ARZUBIAGA et al., 2018; DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, 2016; GULDIKEN; DARENDELI, 2016; ROBIN; ANN; EDDY, 2018; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017)
Board Capital Theory	(GULDIKEN; DARENDELI, 2016)
Stakeholders Theory	(FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA; NIETO, 2016)
Stewardship Theory	(ARZUBIAGA et al., 2018; ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015; ZONA, 2014a)
Resource-based View	(ROBIN; ANN; EDDY, 2018)

Fonte: Elaboração própria

A seguir, um pouco sobre essas duas principais teorias relacionando os temas de governança e inovação.

Teoria de Agência

De acordo com a teoria de agência, visão financista que enfatiza os provedores de recursos, o papel eminente do conselho de administração é monitoramento e controle, com o objetivo final de proteger o interesse dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1997). As preocupações da teoria de agência são aquelas que estão mais refletidas nos códigos de boa governança em todo o mundo, e esses geralmente recomendam ou impõem fortes controles sobre o comportamento dos executivos (ZONA, 2014a).

O clássico conflito de agência ocorre entre os interesses dos proprietários versus administradores da empresa, ou agentes (BERLE; MEANS, 1932). Ao buscar maximizar sua utilidade individual, os administradores tendem a não satisfazer a melhor opção para o bem da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976). Em economias emergentes, onde as empresas possuem forte propriedade familiar, como no Brasil, os acionistas predominantes estão intimamente associados à administração, o que, segundo Ashwin et al. (2015) cria uma convergência natural de interesses

entre os proprietários e administradores da empresa. O conflito de agência, nesse caso, desloca-se para o eixo proprietários (acionistas controladores) versus acionistas minoritários, usualmente chamado de conflito principal-principal (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015).

A teoria de agência está fortemente associada ao papel de monitoramento e controle do conselho (ZAHRA; PEARCE, 1989). Aguilera et al. (2015) citam três mecanismos internos de governança: conselho de administração, estrutura de propriedade e controle e incentivos gerenciais. Esses três mecanismos, segundo os autores, quando efetivamente implementados, devem alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas.

São pontos críticos do papel de monitoramento do conselho: independência dos conselheiros, estrutura de liderança do conselho e políticas de remuneração (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017). Mais recentemente, qualidades do conselheiro que envolvem também a experiência, disponibilidade e motivação tem sido apontados como outros aspectos associados ao monitoramento (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017).

Para Chen, Leung e Evans (2018), os principais conflitos de agência associados à inovação são de duas ordens: a primeira refere-se à preocupação dos executivos com a segurança no emprego, que os levaria a reduzir investimentos mais arriscados, dentre os quais tipicamente os investimentos em inovação. O segundo tipo de problema de agência aparece associado ao paradigma de levar uma “vida tranquila” (*quiet life*), ou seja, dada a natureza dos projetos de inovação que demandam muitos esforços e incertezas, os executivos tenderiam a preterir esses esforços dispendiosos em nome de uma vida tranquila. Os autores concluem que o monitoramento deve ser intensificado para melhorar a governança da inovação.

Guldiken e Darendeli (2016) reforçam alguns aspectos do conflito de agência quando se trata especificamente de inovação: (i) do ponto de vista contábil, os investimentos em P&D são lançados no período, em vez de

depreciados no tempo, de forma que essas iniciativas são tratadas como custos e não tratadas como investimentos, (ii) pouca garantia do retorno final dos investimentos em P&D, uma vez que esses investimentos são incertos e têm uma alta probabilidade de falha, (iii) os dividendos dos investimentos bem-sucedidos em P&D são pagos apenas no longo prazo, (iv) as reduções em P&D aumentam artificialmente os ganhos. Assim, afirmam os autores, apesar das vantagens associadas aos investimentos em pesquisa e desenvolvimento para os acionistas, os altos executivos geralmente resistem a esse tipo de investimento. Trata-se, portanto, de um típico problema de agência.

Apesar da necessidade de monitoramento para mitigar os problemas de agência apontados, há na literatura uma posição alternativa que sugere que diante da supervisão excessiva aumenta a aversão a risco por parte dos executivos, resultando em um sub-investimento nas atividades de P&D ou em inovação de alguma forma (BEN REJEB; BERRAIES; TALBI, 2019; GULDIKEN; DARENDELI, 2016; MCCAHERY; VERMEULEN, 2014). O problema, afirmam Guldiken e Darendeli (2016) é quando o conselho passa a entender que sua função primordial é monitorar os executivos.

Um sistema de governança focado em evitar falhas e em responsabilizar os agentes pode levantar o temor ao erro, ou seja, aumenta a aversão a risco. No Brasil, depois de anos de operações como a Lava-Jato, pontuam Brandão et al (2018), está se criando uma sensação de aversão, muitas vezes de pânico, diante de potenciais erros e falhas. Essa tendência acaba por influenciar a cultura do conselho de administração sobre a tomada de decisão.

Em Israel, considerado o país da inovação, a cultura estimula justamente o oposto. Adler (2018) explica que, naquele país, a cultura valoriza a tentativa, o protagonismo, a autonomia, o risco, o imprevisto e a tomada de decisão. A falência é vista como um aprendizado, o que leva a uma ausência de medo do fracasso e a muita determinação.

“Os israelenses respiram a improvisação e a criação de soluções para os desafios, sem rodeios, sem burocracia: elementos-chave da cultura da inovação” (ADLER, 2018, p.52).

Guldiken e Darendeli (2016) sugerem que a relação entre o monitoramento do conselho e o investimento em P&D ocorre na forma de U invertido, sendo certo que há um nível de monitoramento positivo para atenuar os problemas das agências relacionados a inovação mas que, a partir de certo ponto, o excesso de controle pode exacerbar o conflito de agência levando a um patamar de investimentos em P&D inferiores ao ideal. Com essa descoberta, sugerem, o monitoramento do conselho pode agir como uma faca de dois gumes, introduzindo, após um certo limite, um problema de agência de segunda ordem nas empresas.

Teoria da Dependência de Recursos

A teoria da dependência de recursos possui seus alicerces na sociologia e nos estudos organizacionais. Refere-se diretamente à capacidade do conselho de trazer recursos para a empresa, sendo esperado quatro benefícios principais fornecidos pelos conselhos: (1) assessoria e aconselhamento, (2) legitimidade (3) canais de comunicação de informações entre organizações externas e a empresa e (4) acesso a pontos de apoio importantes fora da empresa (HILLMAN; DAZNIEL, 2003). Para os teóricos dessa linha, o conselho de administração funciona como chaves que ampliam os limites da organização, tornando informações oportunas disponíveis aos executivos (ZAHRA; PEARCE, 1989).

Para Arzubíaga (2018), o CA nessa perspectiva teórica é um provedor de recursos tais como conhecimento, habilidades, experiência, reputação e contatos. Assim, o potencial de contribuição do conselho depende do seu capital humano e social. Sánchez et al (2017) apontam para alguns fatores-chave em determinar a capacidade do conselho nesse papel de provedor, tendo encontrado, em estudo empírico realizado por meio de análise fatorial, três componentes principais, nesta ordem: capacidade relacional (explicando 25,07% da variação total), diversidade do conselho (22,64%) e frequência de reuniões (20,20%).

Arzubíaga et al (2018) afirmam que conhecimento específico da empresa, conhecimento específico da indústria e amplitude de perspectivas são

algumas qualidades do conselheiros que, como recursos, podem contribuir no processo de tomada de decisão. A importância das qualidades dos conselheiros é reforçada por Abebe e Mynt (2018), para quem ter os conselheiros “certos” poderia ajudar os executivos da empresa a identificar e responder às mudanças tecnológicas e competitivas ocorridas no mercado.

Importante destacar, como alerta Arzubiaga et al (2018), que a mera presença desses fatores entre os membros do conselho não é uma condição suficiente para permitir que esses deem contribuições reais, é preciso que esses conhecimentos e habilidades estejam disponíveis durante a reunião. O autor destaca o papel do conselho como uma estrutura de processamento de informações.

Seja por conta do repertório de experiências e conhecimento, pelos vínculos de rede fornecidos pelos conselheiros, seja por fornecerem um contexto e parâmetros gerais para a tomada de decisões estratégicas, a teoria de dependência de recursos é um fundamento para explicar de que forma a atuação do conselho pode estar relacionada ao nível estratégico inovador, fornecendo informações e recursos críticos para a organização.

2.3.

Papeis do Conselho de Administração

O papel que o conselho de administração pode ocupar no sistema de governança pode variar muito. Apesar de ser considerado por alguns autores como o “epicentro da governança corporativa” (CLARKE, 2018), ou, um dos mais importantes mecanismos de governança corporativa (AGUILERA et al., 2015; ASENSIO-LÓPEZ; CABEZA-GARCÍA; GONZÁLEZ-ÁLVAREZ, 2019), outros apontam para a existência de conselhos de função meramente “carimbador” (JONSSON, 2005). É possível que haja, de fato, muita variação entre a atuação dos conselhos de diferentes empresas.

Na legislação brasileira, a Lei das SAs (Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976) estabelece, em seu artigo 142, como exposto a seguir, as competências do CA:

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (Vide Lei nº 12.838, de 2013)
- VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009)
- IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

No levantamento realizado por Guerra (2009a), foram verificados inúmeros estudos que buscaram classificar os diferentes papéis do conselho de administração. Autores apontam desde uma existência de conselho meramente simbólica, até um conselho capaz de se envolver ativamente em atividades de criação de valor. Assim, os conselhos poderiam ser posicionados em diversos pontos em uma gradação de engajamento no envolvimento estratégico, desde conselhos passivos que adotam uma abordagem minimalista de suas funções estatutárias, conselhos que adotam uma postura de revisão e aprovação das tarefas dos administradores, até conselhos que buscam uma parceria ativa com a gerência executiva no estabelecimento da estratégia (CLARKE, 2018).

O que faz, como funciona, como se compõe e em que contexto operam os conselhos? E como garantir sua eficácia? Não são poucas as questões a serem reveladas. Para tanto, muitos estudos empíricos se concentram na associação entre atributos do conselho e o desempenho da organização (CABEZA-GARCÍA; DEL BRÍO; RUEDA, 2019; CHEN; LEUNG; EVANS,

2018; CONYON; HE, 2017; MARTINEZ-JIMENEZ; HERNÁNDEZ-ORTIZ; CABRERA FERNÁNDEZ, 2020; ZAHRA; PEARCE, 1989).

Diferentes perspectivas mostram que uma atuação do conselho pode estar voltada para o cumprimento do estrito dever legal (CLARKE, 2018; JONSSON, 2005), a proteção do interesse dos acionistas (AGUILERA et al., 2015; SHLEIFER; VISHNY, 1997), ou o acesso a recursos valiosos na condução estratégica da organização (HILLMAN; DAZNIEL, 2003).

A atuação do conselho de administração pode também ser classificada por meio de três papéis críticos: serviço, controle e estratégia (ZAHRA; PEARCE, 1989). Enquanto a função de serviço aparece associada ao papel reputacional, onde o conselho mantém contatos com o meio externo e provê orientação ao corpo executivo, o papel de controle está mais relacionado a avaliar o desempenho do CEO para assegurar o crescimento da empresa e a proteção dos interesses dos acionistas. A função de estratégia, por sua vez, envolve um aconselhamento ativo, sugerindo alternativas ao CEO por meio de análises próprias, embora a implementação e execução da estratégia esteja a cargo do CEO. Nesse modelo, o papel estratégico do CA está associado à definição dos conceitos do negócio, ao desenvolvimento da missão da empresa e à seleção da estratégia (GUERRA, 2009a).

Cada perspectiva teórica de governança, segundo Zahra e Pearce (1989), tende a reforçar alguns dos papéis do conselho. No princípio, quando preponderava uma perspectiva legalista, os papéis do CA eram apenas aqueles de serviço e controle. Foi a partir dos teóricos da linha de dependência de recursos que a função de estratégia foi sendo incorporada. Se para os legalistas toda a decisão estratégica deveria ficar a cargo do corpo executivo, para os teóricos da dependência de recursos havia um espaço mais amplo para atuação do conselho nesse sentido.

Oehmichen et al (2017) destaca justamente o papel de estratégia dos conselhos, que trazem conhecimento tácito novo e valioso para a estratégia da empresa através da experiência funcional de conselheiros não executivos, provendo *insights* sobre oportunidades e ameaças (novos

hábitos de consumo, p.e.), auxiliando na identificação de sinais no ambiente (tecnologias emergentes, p.e.), atuando como sistema de alerta precoce para mudanças iminentes (p.e., mudanças regulamentares) e fornecendo avaliações e julgamentos das melhores práticas (sobre novas maneiras de trabalhar, p.e.). Advertem os autores, no entanto, que essa suposição subjacente de que os conselhos participam da modelagem da estratégia não se aplica a todos os contextos globalmente.

Para Gornszteijn e Likhtman (2017) as discussões estratégicas seriam tão importantes que precisam ser incorporadas ao *modus operandi* do conselho, em vez de serem apresentadas anualmente pelo CEO ou em um único dia estratégico por ano.

Muitos estudos focam na dicotomia entre os papéis de estratégia e monitoramento e os resultados desses caminhos distintos na inovação. A importância do papel estratégico, mencionam Abebe e Myint (2018), é que o conselho pode oferecer aconselhamento e suporte especializado nas principais decisões estratégicas e ações organizacionais, incluindo a possibilidade de adoção de novas inovações, ao contrário de ficar apenas envolvido no monitoramento do comportamento executivo.

Para aumentar o engajamento estratégico da atuação dos conselhos, muitos autores vem apontando para a necessidade de avançar numa maior compreensão de aspectos qualitativos das reuniões de conselho (GORNSTZEIJN; LIKHTMAN, 2017). Exemplos de aspectos qualitativos referem-se à dinâmica do conselho, como cultura e aspectos comportamentais, avaliação das interações e relacionamentos não só dentro do conselho, mas entre o conselho e a força de trabalho, outros conselhos de empresa, ou com o CEO, e ainda aspectos qualitativos relacionados à funcionalidade do conselho, como a preparação prévia à reunião, o comprometimento dos membros e a alocação de tempo, ou ainda, tema que interessa a esse estudo, o conteúdo das discussões em conselho.

Cabe ao conselho um extenso portfólio de atividades, para além daquelas estritamente legalistas, como planejamento de sucessão, orçamento,

estratégia, inovação, gerenciamento de riscos, conformidade, divulgação e responsabilidade social e ambiental corporativa (CLARKE, 2018).

Assim, um dos caminhos para começar a diferenciar um conselho ativo e engajado estrategicamente de um conselho puramente cumpridor de obrigações é por meio análise do conteúdo de pauta das suas reuniões. Dada a amplitude de temas com os quais o conselho pode se engajar, é possível que os conselhos assumam padrões de temas nas reuniões, o que reflete a cultura e diversos dos aspectos qualitativos dos conselhos como enunciados por Gornszteijn e Likhtman (2017). Assim, uma das propostas deste estudo é identificar esses padrões de temática e catalogar, com vistas a propor uma categorização dos conselhos quanto ao teor estratégico de suas pautas de reunião.

Para Guerra e Santos (2017), o conselho de administração opera como uma caixa preta fechada, sendo uma das mais secretas, obscuras e influentes entidades do capitalismo moderno. Arzubiaga et al (2018), analisando os conselhos de empresas familiares, afirmam que desvelar as atividades reais do conselho pode acrescentar muito à nossa compreensão sobre a heterogeneidade de empreendedorismo e da inovação nessas empresas, ressaltando a importância de distinguir entre um conselho existente “no papel” como (como muitas empresas familiares fazem, segundo os autores) e a existência de conselhos de administração que oferecem uma contribuição real.

Foram encontrados estudos mínimos anteriores sobre o levantamento das pautas de reunião do conselho. Trata-se de uma evidente lacuna da literatura de governança, uma vez que há hoje uma necessidade de aumentar o conhecimento sobre como tem atuado e como pode ser melhorada a atuação dos conselhos em pautas de estratégia e inovação nos negócios. Por meio das pautas de reunião, que são de conhecimento

público no caso das empresas abertas, é possível ter em mãos aspectos bastante reveladores sobre o direcionamento estratégico da empresa¹.

Gornszteijn e Likhtman (2017) afirmam que a agenda da reunião deve refletir as prioridades do conselho por meio de seu conteúdo e ordem (dos itens de pauta). Por exemplo, se as pessoas são reconhecidas como o principal ativo da empresa, não deve ser incomum um conselho iniciar reuniões do conselho discutindo a estratégia de capital humano da empresa.

2.4

Atuação Estratégica do Conselho em Perspectivas futuras

Muitos autores de governança vem conclamando a necessidade de um engajamento do conselho de administração no sentido de um olhar para frente e investimento do tempo em perspectivas futuras da organização (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018; CLARKE, 2018; GULDIKEN; DARENDELI, 2016; O’KELLEY et al., 2019). Essa visão se opõe a olhar para trás, ou administrar com um “olhar pelo retrovisor” (DAL CARO, 2018) como por meio de relatórios financeiros exclusivamente.

Evidentemente, essa necessidade está em linha com o contexto do próprio movimento de governança atual. Mccahery e Vermeulen (2014) tratam dessa necessidade projetiva do conselho como por meio de uma abordagem tridimensional, com diferentes focos nas dinâmicas da prática de governança. Para esses autores, o modelo de uma dimensão é aquele em que a governança enfatiza a maximização da riqueza dos acionistas. A essa dimensão corresponde uma diretriz geral de governança, apenas

¹ Destaca-se, no fechamento desta tese, a publicação de um interessante estudo de governança no Brasil que aplicou análise de conteúdo às pautas de reunião do conselho e seus anexos para verificar a presença de ativismo de governança nas empresas, aplicando categorias de movimentos ativistas pré-existentes na literatura. Foi verificada uma relação negativa e significativa mediante aplicação de regressão quantílica entre ativismo e variáveis de GC, o que poderia ser entendido como no sentido de que quando melhores práticas de governança são eficazes há menor presença de ativismo, pois menor será a insatisfação dos acionistas (COLLARES, 2020).

princípios básicos principais, com vistas a resolver os problemas de agência entre investidores, internos da organização e demais partes interessadas. Essa ênfase foi introduzida após uma onda de escândalos de governança e sua importância está relacionada a focar orientações gerais com vistas a criar valor para os acionistas, em um aprimoramento do funcionamento das empresas listadas.

Uma segunda dimensão de governança, segundo os autores, enfatiza o longo prazo. Nesse caso, a preocupação é conter os problemas associados às pressões de curto prazo do mercado de capitais, e construir um sistema de governança que sustente o longo prazo da instituição. Os autores tratam de um modelo de duas dimensões pelo dinamismo entre essas vertentes, ou seja, enquanto a primeira enfatiza o curto prazo, a segunda reequilibra essa diretriz e enfatiza o longo prazo.

Segundo os autores, a terceira dimensão equilibra e integra as duas primeiras na medida em que enfatiza o crescimento futuro e a criação de valor. A importância de um modelo de governança orientado para o crescimento é que as empresas se tornam responsáveis por implementar um sistema de governança que produza melhor e promova melhor desempenho no mercado de capitais (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014). Por reflexo do sistema legal, os conselhos já possuem responsabilidades importantes em gestão de riscos, compliance e pacote de remuneração. Mas, de acordo com esse modelo tridimensional, o conselho possui também um papel de aprovar o direcionamento estratégico e prover aconselhamento aos executivos. Na prática, porém, segundo os autores, em função da crescente complexidade dos desafios da primeira função, a última acaba relegada e recebe muito menos atenção. Ainda, enquanto o sistema legal enfatiza um conselho atuante no monitoramento (primeira dimensão), algumas práticas (composição do conselho, pré-requisitos de idade, diversidade, não dualidade de CEO) enfatizam independência e visão de longo prazo no conselho. Assim, para esses autores, o que falta é equilibrar ainda um conselho com visão de negócio, orientado para o produto e para o mercado, com habilidades que promovam o foco em crescimento e inovação.

Para Clarke (2018), governança é essencialmente sobre duas coisas – prestação de contas e inovação. Enquanto os princípios da primeira estão bem estabelecidos como base de todos os códigos internacionais de governança corporativa praticados em todo o mundo, a segunda dimensão, que requer um foco de governança voltada para liderança, estratégia e inovação, tende a ficar esquecida, sendo que esse papel é igualmente vital para o sucesso da empresa a longo prazo. É por isso que “*sem prestação de contas, o risco é imprudência na empresa, mas sem direção estratégica e inovação, o risco é paralisia*” (CLARKE, 2018, p.20).

Ao reivindicar a atenção do conselho sobre a inovação é preciso estar atento e saber o que realmente cabe ao conselho e até onde vai o seu papel. Como afirma Carlomagno (2018):

Não é papel do conselho de administração fazer a gestão da inovação. Esse é o papel do management. O management precisa de direcionamento estratégico e suporte para fazer a inovação funcionar. O deslocamento de parte da atenção da estratégia do negócio para a criação do futuro é um imperativo no atual cenário de disrupção (CARLOMAGNO, 2018, p.139).

A esse respeito, Gornszteijn e Likhtman (2017) ressaltam que o esperado é um conselho que aloca seu tempo em assuntos importantes, embora não necessariamente urgentes, para o futuro da empresa. Em pesquisa realizada junto aos conselheiros brasileiros, Guerra e Santos (2017) reportam que 64% afirmaram que teriam feito algo diferente sobre a decisão mais difícil que já haviam tomado enquanto conselheiros, sendo que o motivo mais comum mencionado (21%) foi a falta de análises suficientes, o que os autores atribuem às restrições de tempo, apertadas de prazo, o que ainda favoreceria um “comportamento de manada”.

Outro problema que dificulta o conselho a olhar para o futuro pode ser arrogância (MERENDINO; GOERGEN, 2018), que caracteriza os tomadores de decisão que possuem um nível muito alto de confiança e tendem pelo curto prazo das decisões. Esses conselhos e executivos de pensamento mais antigo estariam substancialmente focados na visão de curto prazo sem inovar suas estratégias corporativas e sem prestar atenção

aos sinais, opiniões e vozes levantadas de fora (MERENDINO; GOERGEN, 2018).

O'Kelley et al (2019) realizaram pesquisa com 750 conselheiros de grandes empresas de capital aberto em todo o mundo, identificando os conselhos que operam de maneira eficaz em empresas de desempenho superior. Esses conselhos, de acordo com os resultados obtidos, gastam mais tempo em atividades prospectivas e de criação de valor e menos tempo em atividades de conformidade, comparativamente aos demais conselhos. Entre os temas que ocuparam maior parte do tempo desses conselhos nos últimos 12 meses estiveram: identificar o planejamento estratégico, a supervisão das transações de M&A e o planejamento de sucessão de CEOs. Além disso, esses conselheiros apresentaram maior probabilidade de relatar envolvimento em revisão de riscos corporativos, atividades de atualização do conselho e planejamento de cenários de gerenciamento de crises (O'KELLEY et al., 2019).

Ainda quanto a possíveis temas que revelam alto teor estratégico de discussão no conselho, Oehmichen et al (2017) citam: novas decisões de entrada no mercado, foco empreendedor e mudança estratégica, redução de tamanho do conselho, intensidade de desinvestimento e reestruturação.

Sobre a necessidade de criar, em governança, essa dimensão sobre inovação e criação de valor (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014), observa-se que o tema tem sido ressaltado por teóricos acadêmicos (CLARKE, 2018), por formuladores de políticas públicas (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018; MERENDINO; GOERGEN, 2018) e por representantes do mundo empresarial (GORNSZTEIJN; LIKHTMAN, 2017; O'KELLEY et al., 2019).

Carlomagno (2018) afirma que não há, até o momento, pesquisas definitivas sobre frequência e profundidade da inovação nos conselhos de administração. O autor comenta que a pauta do conselho de administração ainda se concentra majoritariamente em prestação de contas, *compliance*, gestão de riscos e desempenho financeiro. Trata-se, no entanto, de uma percepção do autor, posto que, como já mencionado anteriormente, há, na

literatura acadêmica, uma lacuna sobre abordagens quanto à pauta das reuniões de conselho, demandando maiores estudos científicos nessa área.

O'Kelley et al (2019) pontua que os conselhos mais eficazes gastam a mesma quantidade de tempo em seu trabalho que os demais conselhos, mas priorizam discussões mais estratégicas, de longo prazo e prospectivas. Assim, pode-se concluir que para haver uma amplitude de temas estratégicos não se faz necessário aumentar o tempo das reuniões, mas sim de aumentar o teor estratégico dos temas tratados. De fato, a primeira recomendação do estudo para melhorar a eficácia do conselho e, potencialmente, o desempenho da empresa, consiste em reorientar a agenda do conselho: olhar para o futuro e não atuar olhando no retrovisor. Substituir uma agenda pesada de revisões para focar em atividades mais importantes - e mais impactantes - que são aquelas prospectivas (O'KELLEY et al., 2019).

Tal como exposto por Mccahery e Vermeulen (2014) no modelo tridimensional, pode-se hipotetizar, diante da provocação realizada pelo IBGC no contexto de governança e inovação, que no Brasil os conselhos têm tido excessiva ênfase no papel de monitoramento, em função das atribuições normativas legais, com reduzido espaço para a atuação em uma pauta estratégica.

Assim, de forma a contribuir para o diagnóstico dessa situação no contexto brasileiro, formulou-se a hipótese 1 desse estudo.

Hipótese 1: A maioria das empresas brasileiras não possui reuniões de conselho de alto conteúdo estratégico.

As questões envolvendo um conselho atuante em pautas estratégicas passam, não apenas pela identificação de em quê consiste um conselho estratégico, como também pela identificação dos atributos do conselho e características da empresa que possam estar associadas a ele. Assim, nos tópicos a seguir são apresentados os achados na literatura consultada acerca de possíveis relações entre estrutura, composição e funcionamento

do CA, bem como a fatores de empresa, que possam estar associados a um conselho estratégico e inovador.

2.5

Atributos do Conselho de Administração

Sendo possível mensurar, tal como proposto para efetivação da hipótese 1, o grau de conteúdo inovador das reuniões do conselho de administração, a questão que se apresenta então é: o que torna um conselho mais estratégico inovador?

Para endereçar essa importante questão, foram encontradas na literatura de governança diferentes atributos associados a um conselho inovador. Mccahery e Vermeulen (2014) investigam características comuns aos conselheiros nomeados para conselhos de empresas orientadas para o crescimento. Para os autores, importam também estrutura e organização do conselho com vistas a estimular o foco no aconselhamento estratégico e na eficácia geral do conselho.

Uma interessante analogia encontrada na literatura recente compara o conselho de administração a um dispositivo eletrônico, com duas partes complementares, a necessidade de estrutura (hardware) e a inteligência que faz o sistema rodar (software) (GORNSTZEIJN; LIKHTMAN, 2017; GUERRA; SANTOS, 2017).

Para Guerra e Santos (2017), o “hardware” necessário geralmente existe em conselhos de grandes empresas listadas (ainda que nem sempre implementado de maneira eficaz), sendo que agora é vital aprimorar o “software” para permitir que o conselho funcione na sua potencialidade. Para Gornszteijn e Likhtman (2017), o “hardware” reflete um conjunto de características estruturais do conselho, que pode ser facilmente medido e divulgado, enquanto o “software” reflete elementos humanos, relacionais e comportamentais, difíceis de mensurar.

Neste estudo, ao pesquisar sobre o conteúdo inovador das reuniões de conselho, concentra-se, nesta analogia, sobre o “software” do conselho,

buscando captar os elementos qualitativos das reuniões. Por outro lado, ao também buscar associações quanto aos atributos do conselho, como composição e frequência de reuniões, estamos tratando também do “hardware”.

Assim, esclarecem Gornsteijn e Likhtman (2017), o tamanho do conselho, a frequência das reuniões e os comitês estabelecidos compõem o hardware. O software captura aspectos como dinâmica e cultura do conselho, como os conselheiros interagem com o CEO e a força de trabalho em geral e a diversidade de pensamentos no conselho, além de aspectos comportamentais e psicológicos (GORNSTEIJN; LIKHTMAN, 2017).

A maior parte dos estudos de governança focados no conselho de administração concentra-se apenas nas suas características estruturais. A crítica oferecida por Desender et al. (2016) é de que tais fatores são cosméticos, simbólicos ou camuflados, enquanto com isso as práticas e o comportamento subjacentes do conselho permanecem inalterados. De fato, uma combinação de aspectos qualitativos com aspectos quantitativos do conselho tenderá a obter uma abordagem mais realista de seu funcionamento.

Em linha com essa necessidade de captar elementos qualitativos das reuniões, muitos autores vem apontando também um crescente interesse por aspectos comportamentais (DERDOWSKI et al., 2018; GORNSTEIJN; LIKHTMAN, 2017; GUERRA; SANTOS, 2017; O’KELLEY et al., 2019). Nesse estudo, a análise qualitativa refere-se a uma análise de conteúdo das pautas de reunião do conselho, o que é reflexo para capturar outros elementos qualitativos.

Para avaliar o “hardware” dos conselhos, os estudos empíricos utilizam diferentes combinações de atributos mensuráveis.

Zahra e Pearce (1989) citam quatro atributos (composição, características, estrutura e processo) frequentemente testados para avaliar a efetividade do conselho. Esses atributos variam, segundo os autores, de acordo com a perspectiva teórica utilizada. Assim, estudos baseados na visão da dependência de recursos se apoiam em composição e características,

enquanto aqueles de uma perspectiva de teoria de agência costumam se valer dos quatro atributos.

Arzubiaga et al. (2018) focaram em duas dimensões principais do conselho: composição, relacionada à proporção de membros da família envolvidos, e funcionamento, caracterizado pelo envolvimento estratégico na tomada de decisão e estilo de trabalho do conselho. Por fim, os autores testaram também o efeito da intensidade da atividade do conselho e seus efeitos na inovação.

Férrandez-Gago et al. (2016) apontam a composição do conselho como um dos fatores que mais influenciam a eficiência do conselho, sendo fundamental para a governança da empresa. Rossi et al. (2017) pontuam que o tamanho e a composição do conselho podem assumir um papel fundamental na mitigação de conflitos de agência e por isso influenciam o valor da empresa. Abebe e Myint (2018) estudam o vínculo entre composição e estrutura do conselho (tamanho, independência, dualidade do CEO, proporção de conselheiros externos) e a adoção da inovação no modelo de negócios.

Nesse estudo, serão avaliados três atributos do conselho: estrutura, composição e funcionamento, sob os argumentos teóricos de contributividade, independência e diversidade.

Assim, em termos de estrutura do conselho, consideramos: tamanho, estrutura de liderança, proporção de conselheiros da diretoria e independência dos conselheiros. Em termos de composição avaliamos diversidade sob os aspectos de idade, gênero e formação acadêmica. E, no que se refere ao funcionamento, avaliamos a frequência das reuniões.

Contributividade

a) Tamanho do Conselho

Muitos autores consideraram o tamanho do conselho como um dos aspectos que influencia o vínculo entre governança e inovação (ABEBE;

MYINT, 2018; FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA; NIETO, 2016; MCCAHERY; VERMEULEN, 2014; PRENCIPE, 2016).

Alinhado a uma visão da dependência de recursos, conselhos maiores tendem a se beneficiar da variedade de experiências profissionais e de tipos de informações, fornecendo à empresa um acesso mais amplo a conhecimentos e diretrizes, maior capacidade analítica e melhor exposição a tendências e práticas emergentes do mercado (ABEBE; MYINT, 2018). Ainda mais diretamente relacionado à inovação, conselhos maiores devem permitir à empresa uma maior exposição a tendências e práticas inovadoras de mercado, incluindo a viabilidade e legitimidade de inovações emergentes (ABEBE; MYINT, 2018).

Abebe e Myint (2018) consideraram 96 empresas da indústria de smart home e encontraram uma relação positiva entre tamanho do conselho e a probabilidade de adoção de um modelo de negócios inovador. Os resultados sugerem que conselhos maiores podem ser bastante úteis para promover o comportamento inovador da empresa.

Com base em uma amostra de painel com 478 spin-offs de universidades italianas, Prencipe (2016) buscou verificar a relação entre o tamanho do conselho e inovação. Dentre os benefícios de conselhos maiores, o autor aponta serem mais capazes de fornecer os recursos e o know-how para aumentar o monitoramento, além de possuírem acesso a um maior conjunto de recursos externos, sejam financeiros que tecnológicos, essenciais para a inovação. Por outro lado, o autor cita alguns possíveis problemas associados a grandes conselhos em pequenas empresas, como custos de comunicação e potencial aumento do custo de agência. Os resultados do autor, que revelaram uma relação em forma de U invertido entre tamanho do conselho e inovação, corroboram essa dupla abordagem de benefícios e custos. Os resultados sugerem que conselhos não muito grandes são mais eficientes e funcionam melhor para influenciar de maneira positiva a atividade de inovação em spin-off de universidades.

Para usufruir do tamanho do conselho, Gornszteijn e Likhtman (2017) ressaltam a importância que provém da participação significativa de cada

conselheiro comprometido com o próprio aprendizado. Isso seria muito mais efetivo para o conselho do que confiar na opinião única de um especialista em determinada área, por exemplo.

É possível que em empresas consolidadas, de capital aberto, como na amostra deste estudo, sobressaiam os efeitos positivos da associação entre tamanho do conselho e inovação. Do ponto de vista da teoria de dependência de recursos, trata-se de aumentar a base de provedores de recursos, e, do ponto de vista da teoria de agência, é a possibilidade de aumentar o monitoramento do conselho. Por isso, uma relação positiva é esperada entre tamanho do conselho e uma pauta de conteúdo inovador.

b) Frequência das Reuniões de Conselho

Tão importante quanto uma manter uma boa base de recursos no conselho, é aumentar as oportunidades de engajamento dos conselheiros. Para tanto, a literatura de governança e inovação aborda também a importância da frequência das reuniões de conselho (ARZUBIAGA *et al.*, 2018; GORNSZTEIJN; LIKHTMAN, 2017; GUERRA; SANTOS, 2017; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017).

Dentre os aspectos positivos associados à frequência das reuniões de conselho, Arzubiaga et al. (2018) aponta aumentar a oportunidade dos conselheiros trocarem informações, discutir e decidir sobre os desafios da empresa. Os autores reforçam que as reuniões devem ser em tempo suficiente para obter o status de diferentes questões da organização. Os autores ressaltam ainda ser mais difícil, em conselhos que não se reúnem com frequência, desenvolver um sentimento positivo entre os membros. No entanto, contrariamente às expectativas iniciais, o estudo que realizaram identificou que a intensidade das atividades do conselho em pequenas e médias empresas familiares afetava negativamente a relação entre orientação empreendedora e inovação.

Atentos aos aspectos qualitativos das reuniões, Gornszteijn e Likhtman (2017) ressaltam que mais importante do que o número ou a duração das

reuniões, é o papel do presidente do conselho, que deve encorajar o respeito mútuo e o desenvolvimento da confiança a fim de criar uma dinâmica social onde seja possível compartilhar informações difíceis e engajar o conselho em debates construtivos.

Sánchez et al. (2017) reforçam os aspectos de aumento da confiança, facilidade na troca e provisão de informações e conhecimento valiosos como benefícios associados à maior frequência das reuniões. Os autores buscam utilizar frequência das reuniões como uma proxy para aspectos comportamentais do conselho, como coesão, trabalho em equipe e colaboração. É o aumento da frequência, afirmam, que torna possível o emprego dos recursos providos pelos conselheiros, devendo resultar no aprimoramento da tomada de decisão.

Uma alta frequência das reuniões deve permitir ao conselho mais tempo para aumentar o escopo dos temas debatidos e com isso aumentar o nível estratégico dos assuntos de pauta, de forma que uma relação positiva é esperada entre frequência das reuniões e conteúdo estratégico nas reuniões do CA.

Tamanho do conselho e frequência das reuniões refletem dois aspectos sobre o funcionamento dos conselhos, e tratam de prover os recursos ao conselho e aumentar as oportunidades de sua utilização, ou seja, em ambos os casos se tem um argumento teórico que aponta para a contributividade de seus membros. No entanto, como se tratam de variáveis independentes, cujos efeitos se desejam observar isoladamente, serão verificadas as hipóteses a seguir:

Hipótese 2a: Conselhos maiores são mais estratégicos.

Hipótese 2b: Conselhos com reuniões mais frequentes são mais estratégicos.

Independência

c) Dualidade de CEO

A estrutura de liderança do conselho é denominada dualidade de CEO quando o CEO da empresa ocupa também o cargo de presidente do conselho. A dualidade de CEO está presente em diversos estudos de governança e inovação (ABEBE; MYINT, 2018; PRENCIPE, 2016; ZONA, 2014), sendo considerada uma importante medida de independência do conselho (ABEBE; MYINT, 2018). Assim, trata-se de uma medida de independência do conselho quando presidente da empresa e presidente do conselho são pessoas distintas.

Dentre as desvantagens da dualidade de CEO para inovação, aponta-se a falta de mecanismos de incentivo aos executivos em empresas familiares, o que levaria a um mercado de aquisição de controle corporativo e de investidores institucionais menos eficazes (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015). Conselhos independentes, nesses casos, são necessários para monitorar efetivamente as decisões tomadas pela família controladora (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015).

O CEO na dualidade de papéis poderia também estar mais estimulado a assimilar os interesses de pessoas próximas a ele na organização, limitando os benefícios da contratação dos melhores gerentes profissionais existentes, que podem ser particularmente grandes para atividades inovadoras em spin-offs de universidades (PRENCIPE, 2016). Para Zona (2014), a separação de cargos reduziria os problemas de agência típicos dos momentos iniciais e finais do ciclo de vida do mandato do CEO. No início de carreira, quando o CEO ainda possui maior insegurança no cargo, os investimentos em inovação seriam desestimulados pelo alto grau de incerteza relacionada a esses investimentos. No final da carreira, por outro lado, iniciativas de inovação seriam menos estimuladas por reduzirem o desempenho financeiro atual e pelo risco envolvido, sendo que um potencial sucesso não deve ser colhido pelo CEO até que se aposente. Os autores confirmaram as hipóteses, e descobriram que uma estrutura de separação de cargos diminui o problema de agência nesses dois períodos do ciclo de mandato do CEO.

Os executivos que se reportam ao CEO seriam menos propensos a correr os riscos e esforços associados a inovação quando esse é também o presidente do conselho. Essa é a premissa assumida no contexto de preferência por uma vida tranquila (“quiet life approach”) (BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018; CHEN; LEUNG; EVANS, 2018). Por esses motivos, seria necessário aumentar a independência do conselho, para aumentar o monitoramento, e com isso aprimorar a governança da inovação.

Dentre os benefícios de uma estrutura de dualidade de CEO para a inovação, merecem destaque: em empresas familiares, uma intenção transgeracional pode fazer com que os CEOs da família estejam mais propensos à adoção da inovação (ROBIN; ANN; EDDY, 2018). Para Zona (2014a), uma estrutura de dualidade poderia aumentar a velocidade dos investimentos em inovação, especialmente no início do mandato do CEO.

E ainda, Abebe e Myint (2018) reforçam aspectos relacionados à teoria de *stewardship* (procuradoria) no sentido de que os CEOs quando ocupam as duas posições poderiam transmitir à organização senso de liderança e clareza de comando. Assim, especificamente no quesito de inovação no modelo de negócios, os autores associam a dualidade de CEOs com maior discernimento e CEOs mais estimulados a buscar inovações, incluindo buscar modelos de negócios recém-desenvolvidos que respondam prontamente às tendências emergentes do mercado. Os autores encontraram um vínculo positivo e significativo entre a dualidade do CEO e a probabilidade de adoção de um modelo de negócios inovador.

Trazendo para o contexto das empresas brasileiras de capital aberto, há um importante aspecto a se considerar. As empresas brasileiras são caracterizadas por uma concentração no controle (GUERRA, 2009b). Das 355 empresas que compunham a base inicial deste estudo, em 180 delas o primeiro acionista controlador possuía participação acima de 50% (Economática ®).

Para Guerra e Santos (2017), a dualidade de CEO já não é um problema maior. Com os segmentos especiais de governança corporativa da B3, a

estrutura de separação de cargos passou a ser mandatória. Assim, a maior parte das empresas brasileiras, mesmo aquelas típicas familiares, foram pouco a pouco abandonando a estrutura de dualidade de CEO para adotar uma estrutura do tipo separação de cargos.

Guerra e Santos (2017) reportam, contudo, que apesar de não constarem como dualidade de CEO, a presidência do CA é, em grande parte, ocupada por familiar do acionista controlador ou por ele próprio (42% dos casos) e há uma frequência relevante de presidentes executivos que também são familiares do controlador (26%). Os autores destacam ainda que em 26% das empresas da amostra do estudo, os dois cargos eram ocupados por familiares, evidência que reitera o histórico de concentração de poder nas empresas brasileiras.

Trata-se de uma situação bastante diferente das “*corporations*” americanas, onde o poder é diluído e a base acionária é bastante pulverizada. É por isso que no Brasil o conflito de agência típico é do tipo acionista controlador versus minoritários e não entre proprietário e administrador (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015).

Pham et al. (2020) encontram evidências empíricas de que a possibilidade de “abuso de poder” dos principais acionistas por meio do mecanismo de dualidade do CEO reduziu o potencial de crescimento (e inovação) das empresas no Vietnã.

Do ponto de vista da estrutura de liderança do conselho, espera-se que mais independência do conselho seja importante para aumentar o monitoramento sobre a concentração de poder do acionista controlador, contribuindo para um CA onde haja mais discussão efetiva e portanto mais nível de discussão estratégica. Nesse sentido, uma relação negativa é esperada entre dualidade de CEO com a inovação nos conselhos brasileiros.

d) Conselho Executivo

De forma análoga à separação de cargos entre presidente da empresa e presidente do conselho, também é esperado, no quesito independência, um conselho onde não haja executivos da empresa.

Quando os executivos da empresa estão presentes no conselho, esses devem vestir uma dupla camisa, desempenhando tanto as funções das operações diárias da empresa quanto aquelas de um conselheiro que supervisiona a equipe executiva. Dentre os problemas com essa estrutura, Gornszteijn e Likhtman (2017) mencionam, em primeiro lugar, os conflitos de interesses pessoais, sendo pouco provável que esses conselheiros avaliem objetivamente seu próprio desempenho. Em segundo lugar, os autores chamam atenção para o problema de “captura de informações”, ou seja, por possuírem informações muito mais profundas e atualizadas sobre a operação, os conselheiros executivos podem criar uma distorção por assimetria de informação, deixando demais conselheiros em uma posição de desvantagem para processar tais informações. Nesse caso, o conselho pode acabar tomando como válidas as perspectivas fornecidas pelos conselheiros executivos.

Esse arranjo pode comprometer o pensamento independente e reduzir a qualidade do debate no conselho. (...) É imperativo que os conselheiros independentes se reúnam regularmente na ausência de executivos, inclusive formalmente antes ou depois de cada reunião do conselho e informalmente, quando surgirem preocupações. Essas reuniões permitem discussões abertas sobre o desempenho da administração, remuneração e outros tópicos sensíveis (GORNSZTEIJN; LIKHTMAN, 2017, p.15)

Para Desender et al. (2016), há ainda outros conflitos envolvidos, como o fato dos conselheiros executivos serem vistos como um representante dos funcionários, e ainda, por prestarem contas ao CEO, estariam menos propensos a tarefas de monitoramento.

Bernile et al. (2018) afirmam que os conselheiros executivos, por interagirem diariamente, tendem a desenvolver visões mais homogêneas sobre as decisões que afetam o risco da empresa, diminuindo, portanto, o

efeito da diversidade no conselho. Assim, avaliam que a heterogeneidade adicionada ao conselho por conselheiros externos é de suma importância na gestão de risco associado às decisões corporativas. Um risco mais baixo não é, na visão dos autores, por si só, desejável, se ocorrer às custas do valor do acionista, no sentido de que um risco abaixo do ideal não maximiza o valor da empresa (BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018).

Em linha com o argumento de que um conselho mais independente tende a manter um monitoramento ativo, incluindo debates mais profícuos, espera-se uma relação positiva entre um conselho mais independente de executivos (formado por membros externos) e inovação.

e) Conselheiros Independentes

Os conselheiros independentes tendem a ser mais relacionados com as partes interessadas, conhecem melhor o ambiente e geralmente estão mais no controle de contingências externas (FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA; NIETO, 2016). São eles que buscam proteger os interesses dos acionistas (potencialmente em desacordo com a administração), tendo mais incentivos para monitorar (DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, 2016). Assim, alguns estudos utilizam a composição de independentes no conselho como a própria variável de governança corporativa (BALSMEIER; FLEMING; MANSO, 2017; DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, 2016; FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA; NIETO, 2016).

De acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, conselheiros independentes são conselheiros externos (ou seja, não executivos) que *“não possuem relações familiares, de negócio, ou de qualquer outro tipo com sócios com participação relevante, grupos controladores, executivos, prestadores de serviços ou entidades sem fins lucrativos que influenciem ou possam influenciar, de forma significativa, seus julgamentos, opiniões, decisões ou comprometer suas ações no*

melhor interesse da organização”. (Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 2015, p. 44)

Algumas definições ficam mais claras pela exclusão. Assim, em Desender et al. (2016) estão citadas cinco categorias de indivíduos que não seriam considerados verdadeiramente independentes: (1) conselheiros relacionados à empresa-mãe, (2) conselheiros relacionados a outras empresas afiliadas, (3) conselheiros que são os principais acionistas, (4) conselheiros que compartilham um relacionamento de remuneração ou (5) conselheiros que são parentes de executivos.

Não se trata apenas de preencher os requisitos, como esclarece Guerra (2009b), mas sim de compreender o verdadeiro papel de um independente, ou seja, a independência formal é necessária mas não é condição suficiente. A autora resgata a questão do contexto brasileiro de concentração acionária para afirmar a importância do conselheiro independente em relação ao acionista controlador:

Quando os conselheiros estão de alguma forma ligados aos acionistas controladores, seja porque os acionistas os elegem ou porque sentem que devem agir como representantes do bloco de controle, eles podem enfrentar um conflito de interesses ao tomar decisões para a empresa (GUERRA; SANTOS, 2017, p.8)

A questão é: o que fazem os conselheiros independentes pela inovação? Por não fazer parte da alta administração, nem manter vínculos muito estreitos com o CEO, esses conselheiros possuem maiores propensões para investimentos de alto risco (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017a). Conselhos mais independentes tendem a aumentar a exploração em áreas onde já há conhecimento anterior, ou seja, seriam mais inventivas, obtendo mais patentes nas classes de tecnologia de seu portfólio atual; elas não patenteiam mais em novas classes. Conselhos independentes parecem levar as empresas a uma inovação por exploração e têm pouco impacto em uma inovação por exploração (BALSMEIER; FLEMING; MANSO, 2017).

A composição do conselho com maior número de conselheiros independentes seria peça fundamental de governança. Como é comum nos

estudos de empresas familiares, trata-se de uma das principais medidas para que os conselhos das empresas brasileiras deixem de existir apenas no papel e passem a existir funcionalmente.

Assim, em conselhos mais independentes, espera-se que haja um debate mais frutífero e legítimo sobre os desafios da organização, sendo portanto esperada uma relação positiva com temas de pauta inovadores.

Dualidade de CEO, composição executiva do conselho e presença de conselheiros independentes foram algumas dimensões encontradas na literatura para avaliar a independência dos conselhos. Em grande medida, tem-se que maior independência do conselho permite uma maior liberdade para que o CA desenvolva seu papel estratégico.

Dessa forma, sob o argumento teórico de independência, reúnem-se as três hipóteses a seguir:

Hipótese 3a: Conselhos com estrutura de liderança do tipo não dualidade de CEO são mais estratégicos.

Hipótese 3b: Conselhos de composição não executiva são mais estratégicos.

Hipótese 3c: Conselhos com maior proporção de conselheiros independentes são mais estratégicos.

Diversidade

Existe um apelo hoje nas organizações por alcançar maior diversidade em todas as suas instâncias, na força de trabalho e em posições de liderança. Há muitas pesquisas sugerindo que a diversidade tem custos e benefícios. A esse estudo interessa particularmente os efeitos da diversidade no conselho em um contexto de inovação. Destaca-se que, diferentemente de estudos anteriores sobre diversidade e governança da inovação (BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018; CHEN; LEUNG; EVANS, 2018; OEHMICHEN et al., 2017; ROSSI; HU; FOLEY, 2017; ZONA, 2014a), ao utilizar uma métrica qualitativa de inovação (sobre as pautas das reuniões), é possível

que este estudo capte efeitos mais imediatos relacionados à composição do conselho.

Dentre os principais benefícios da diversidade, Zona (2014b) menciona, do ponto de vista da teoria de agência, que, por meio da dinâmica de grupo e dos conflitos oriundos da heterogeneidade no conselho, há uma tendência de reforço sobre o papel de controle e monitoramento. Já do ponto de vista da teoria de *stewardship* (procuradoria), o autor argumenta que a diversidade do conselho poderia fornecer ao CEO uma ampla gama de recursos de valor e *insights* preciosos sobre estratégia e inovação, sob diferentes perspectivas.

A diversidade pode funcionar como um mecanismo de governança, moderando as decisões e aliviando os problemas associados ao “pensamento grupal” (*groupthink*), o que favorece soluções criativas e uma produção de inovação em maior e melhor qualidade (BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018).

Os conselheiros com características, perspectivas e abordagens diversas, incluindo diversos tipos de personalidade, melhoram a qualidade do debate e da tomada de decisões em um conselho (GORNSZTEIJN; LIKHTMAN, 2017). Mori (2014) destaca que instituições financeiras de micro finanças mudarão a composição de seus conselhos para adquirir capital humano específico em resposta a mudanças no ambiente externo, sendo certo que a escolha do indivíduos deve resultar das habilidades únicas que possuem e nas necessidades de recursos.

Dentre os custos apontados, a diversidade poderia exacerbar os conflitos e atrapalhar o processo de tomada de decisão do conselho (BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018). A dificuldade em atingir o consenso pode levar a decisões mais erráticas ou simplesmente desestimular a troca de ideias.

Ao tratar de diversidade, mais do que simplesmente compor o conselho, é preciso ter em conta o resultado da dinâmica de grupo. Como explicam Guerra e Santos (2017), quando as pessoas são agrupadas, os vieses podem ser intensificados e podem se expandir para se tornar vieses de

grupo, de forma que a dinâmica do grupo pode se tornar mais complexa ou, eventualmente, até ineficaz. Como exemplos de vieses de grupo os autores citam pensamento grupal, falso consenso, favoritismo intra-grupo e viés em causa própria.

Para Dal Caro (2018), a promoção da maior diversidade dos conselhos é salutar para que as organizações brasileiras lidem melhor com a inovação, equilibrando tradição e avanço, e para evitar que os conselhos tendam ao conservadorismo. A autora ressalta, no entanto, que a introdução de novos perfis de conselheiros deve ser feita com cuidado e sob a liderança de pessoas que garantam espaço para as vozes recém-chegadas, de forma que estas não sejam abafadas pelo status quo.

O construto diversidade pode envolver ampla gama de características. Mori (2014) utilizou características pessoais dos conselheiros, como idade, sexo e nível de escolaridade sob o argumento de que esses três teriam implicações para outros aspectos da diversidade, como acesso a diferentes conhecimento, experiência e habilidades. Bernile et al. (2018) construíram um índice com base em seis características dos conselheiros, incluindo: gênero, idade, etnia, formação educacional, conhecimento financeiro e ampla experiência no conselho. Oehmichen et al. (2017) testou a diversidade do conselho em conhecimentos para verificar impactos da inovação em empresas intensivas em conhecimento. No Brasil, Nisiyama e Nakamura (2018) propuseram como índice de diversidade uma medida que considera, além da diversidade social dos conselheiros, aspectos de diversidade ocupacional, englobando os aspectos educacionais e aspectos profissionais e ainda, o próprio critério de independência do conselho tratado no quesito de diferenças de estrutura do CA. Essa abordagem, no entanto, pode ser bastante ampla para compreender o termo diversidade.

No presente estudo, de forma análoga a Mori (2014), diversidade foi avaliada em termos de gênero, idade e formação.

f) Gênero

A questão de gênero no âmbito do conselho busca identificar se as empresas podem de alguma forma se beneficiar das diferentes atitudes entre homens e mulheres no processo de tomada de decisão. Estudos empíricos apresentam múltiplos enfoques sobre o aumento da participação feminina no conselho. Antes de tratar sobre os efeitos da presença feminina nos conselhos, cabe pontuar, segundo Guerra e Santos (2017) que ainda que a porcentagem de mulheres tenha aumentado em muitos países, ainda está longe da paridade total, e no Brasil, particularmente, “*as mulheres ainda são rara avis nas salas de reuniões*” (GUERRA; SANTOS, 2017, p.17). Destaca-se ainda que, em uma pesquisa realizada com as empresas brasileiras do IBrX100, a presença da mulher é ainda menor em comitê de auditoria do que em CAs (LAY; GONÇALVES; DA CUNHA, 2017).

A diversidade de gênero pode contribuir para a redução do "pensamento grupal", que tende a ser mais grave em um grupo homogêneo, ao passo que em um conselho onde haja diversidade de gênero, diferentes perspectivas tendem a ser consideradas, com possível melhora da qualidade da tomada de decisão e possível incremento na inovação corporativa (CONYON; HE, 2017).

Zona (2014) encontrou evidências de que as mulheres no conselho afetam as decisões de financiamento e investimento. Observou um efeito negativo no risco e um maior impacto no investimento em P&D, especialmente quando considerado o nível educacional e a nacionalidade das mulheres no conselho. Chen et al. (2018) avalia que não houve ganho de valor quando analisado o efeito médio da representação feminina nos conselhos, mas que a participação das mulheres em empresas de setores intensivos em inovação era valiosa, ou seja, onde inovação e criatividade desempenham um papel significativo. Os autores concluem que os gastos de P&D, quando há representação feminina no conselho, são mais produtivos na geração de inovação.

Mori (2014) não encontrou resultados significativos para o efeito de mulheres no conselho de instituições de microcrédito. A autora avalia o fato

de serem poucas representantes (apenas 23%), que em média possuem pouca experiência no setor de microfinanças, tendo em geral ampla formação em direito e ciências sociais. Estariam nesse caso sub-representadas por falta de apresentarem as habilidades necessárias.

Os resultados de Mori (2014) são interessantes para abordar teorias complementares que auxiliam a interpretar questões de gênero nos conselhos. Dentre essas destacamos a seguir: a diversidade de conhecimento inerente à diversidade de gênero, a qualidade das conselheiras que também precisa ser avaliada e a representatividade.

Mccahery e Vermeulen (2014) comparam a presença feminina no conselho de grandes empresas e de empresas de venture capital, ambas pertencentes a uma seleção de empresas destacadas em crescimento. Apesar da dificuldade em sentenciar sobre o efeito da presença feminina no desempenho das empresas, os autores comentam para um efeito secundário (mas talvez mais importante) que costuma ocorrer quando da diversidade de gênero no conselho. Segundo os autores, a entrada de mulheres frequentemente acarreta em um aumento da diversidade de conhecimento e experiência. Nas empresas de venture capital, a presença feminina incrementou o conhecimento acadêmico, comercial e de marketing. Para os autores, o principal em empresas inovadoras e de alto crescimento é que elas se concentram, quando na composição do conselho, na experiência e no conhecimento específicos da indústria, e isso que efetivamente seria capaz de agregar valor ao conselho.

Conyon e He (2017) chamam atenção para o aspecto da qualidade das conselheiras comumente negligenciado quando em estudo de gênero. Ou seja, mais do que falar em questão de gênero apenas, é preciso avaliar a adequação de competências para o cargo. Os autores fazem uma analogia com o mercado de trabalho e, nesse sentido, os conselhos de administração são recrutadores, e no lado da oferta existem candidatos potenciais para ocupar essas posições. O produto em questão é o capital humano, com toda a experiência, conhecimento, habilidades e capital relacional. É de supor, no racional dos autores, que as empresas com

melhor desempenho possuem condições mais favoráveis para atrair um capital humano de capacidade superior, de forma que os autores supõem que é nessas empresas que a presença feminina possa ser mais contributiva. Os resultados apresentados demonstram que a presença de mulheres conselheiras têm um impacto positivo significativamente maior em empresas de alto desempenho comparado às aquelas de baixo desempenho (CONYON; HE, 2017).

Além do aspecto da qualificação necessária, Rossi et al. (2017) aponta para outro problema comum nos estudos de gênero em conselho, que ocorre quando as mulheres representam uma minoria. Os autores buscaram verificar se a presença de mulheres nos conselhos corporativos promovia maior eficácia no monitoramento do custo de agência e no comportamento de propensão a riscos. Para avaliar o efeito das mulheres no conselho, os autores utilizaram também variáveis como nível educacional, experiência de trabalho anterior de mulheres no conselho e suas nacionalidades, tendo concluído que a presença de mulheres parece assumir um papel complementar ao da dívida; tem um efeito negativo no risco e parece ter um impacto positivo no investimento em pesquisa e desenvolvimento. O principal resultado, no entanto, ao avaliar os efeitos marginais de uma maior presença feminina, foi a questão da representatividade. Os autores apontam para uma amplitude que vai do tokenismo, quando a presença da mulher é meramente simbólica, até um indicador de “massa crítica”, quando a mulher deixa apenas de representar uma questão de gênero no conselho. Nessa abordagem, de massa crítica, as evidências são de que a presença de pelo menos três conselheiros do mesmo sexo os torna mais ativos e eficazes em reuniões do conselho.

No presente estudo, será avaliado o efeito da presença e da proporção de mulheres no conselho das empresas brasileiras e a relação com um maior nível de discussão estratégica no CA. Uma relação positiva é esperada entre essas variáveis.

g) Idade do Conselho

Há uma tendência de associar a função de conselheiro sendo exercida por pessoas de mais idade, comumente após uma vida dedicada à carreira executiva. Mas essa realidade, dependendo do contexto e dos propósitos do conselho, pode estar mudando. Enquanto os conselheiros mais velhos podem contribuir com experiência e maturidade ao conselho, conselheiros mais jovens podem trazer novas perspectivas, por estarem mais habituados a um mundo mais tecnológico, por exemplo. Por isso, é possível que haja benefícios associados à diversidade do fator idade do conselho.

Mori (2014) comenta por exemplo que a geração mais jovem de hoje cresceu com computadores e acesso à Internet em casa. Por isso tende a ser mais bem informada e mais experiente no assunto dos negócios online, ao passo que a geração mais velha pode, no entanto, ter mais experiência em lidar com negócios offline, pois possui maior experiência nesse campo por meio de suas carreiras. A diversidade etária tem o potencial de melhorar a desempenho do conselho, segundo a autora, porque conselheiros de diferentes idades terão diferentes origens, habilidades, experiência e redes sociais, aumentando o capital humano do conselho. Em seu estudo em conselhos em organizações de micro finanças, os resultados mostraram uma relação positiva entre idade do conselho e sua capacidade de monitorar e prover recursos ao conselho, ou seja, essas organizações deveriam buscar conselheiros maduros e com experiência para que possam se beneficiar deles.

Na pesquisa realizada com conselheiros brasileiros, Guerra e Santos (2017) observaram que os conselheiros menos experientes estavam mais conscientes dos vieses que afligiam o conselho, ou seja, aqueles que possuíam menos de cinco anos de experiência nos conselhos tendiam a apontar preconceitos cognitivos com mais frequência do que os conselheiros com mais de 20 anos de experiência. Os autores interpretaram esses dados no sentido de que conselheiros mais jovens ou menos experientes seriam menos propensos a vícios de hábito, tendo uma visão mais atualizada e crítica dos conselhos.

Ao comparar a idade média dos conselheiros de grandes empresas com empresas de venture capital, Mccahery e Vermeulen (2014) verificaram que a idade média dos conselheiros em grandes empresas é significativamente maior que a idade média nas empresas de venture capital. Dentre as razões apontadas, os autores interpretam que os conselheiros de grandes empresas serviram por um período mais longo no conselho e são geralmente recrutados nas redes dos conselheiros existentes, o que tende a consistir de pessoas do mesmo gênero e faixa etária.

No presente estudo, espera-se que a amplitude da faixa etária entre os conselheiros aumente o teor inovativo e estratégico dos assuntos abordados, de forma que uma relação positiva é esperada entre amplitude de idade nos conselhos e o teor estratégico do CA. Adicionalmente, espera-se uma relação negativa entre idade média do conselho e o teor estratégico inovador das reuniões, em linha com os resultados obtidos no ambiente empreendedor de venture capital.

h) Formação

Para um conselho com diversidade de perspectivas, a formação acadêmica é outro aspecto a se considerar. Incluir uma ampla gama de conhecimentos, habilidades e modo de encarar os problemas pode contribuir para soluções mais originais.

Zona (2014a) cita como possíveis benefícios associados à heterogeneidade do contexto educacional uma maior mudança na estratégia de diversificação de uma empresa e um maior número de inovações administrativas. O autor pressupõe que a diversidade é um dos antecedentes do conselho para reduzir os custos da agência e apoiar o desenvolvimento da liderança. No estudo realizado, verificou que o impacto positivo da diversidade das formações profissionais dos conselheiros se torna maior quanto mais tempo o CEO se mantiver no cargo.

Também foram encontrados resultados positivos para a eficácia do conselho considerando o grau educacional. Mori (2014) verificou que tanto os anos de estudo quanto possuir um diploma superior eram quesitos que

melhoravam as funções de monitoramento e provisão de recursos do conselho.

Na análise empírica feita com base em um painel longitudinal de empresas farmacêuticas do Reino Unido, Oehmichen et al. (2017) encontram suporte para uma relação em forma de U entre heterogeneidade de formações e inovação. Segundo os autores, os benefícios da heterogeneidade do conhecimento somente superam os custos a partir de um certo limite. Se por um lado, a diversidade de formação faz aumentar a amplitude de conhecimento, habilidades, experiência e networking, por outro esse conhecimento mais heterogêneo pode ocasionar mais conflitos, diminuir a velocidade de decisão, aumentar a polarização nos comportamentos de decisão e diminuir a ação estratégica. Assim, os autores encontraram uma associação em forma de U entre a heterogeneidade do conhecimento do conselho e a inovação.

No Brasil, pode-se pressupor que a heterogeneidade de conhecimento é um quesito positivo para o conteúdo estratégico do CA, na medida em que agrega diferentes pontos de vista, especialmente considerando o contexto geral de empresas familiares que tendem a manter-se por muito tempo arraigadas a uma cultura e um jeito tradicional de pensar.

Assim, considerando os benefícios associados à diversidade de gênero, idade e formação acadêmica nos conselhos, podem-se tecer as cinco hipóteses a seguir:

Hipótese 4a: Conselhos mais diversificados quanto à presença de mulheres são mais estratégicos

Hipótese 4b: Conselhos mais diversificados com maior proporção de participação feminina são mais estratégicos

Hipótese 4c: Conselhos mais diversificados quanto à amplitude de faixa etária são mais estratégicos

Hipótese 4d: Conselhos com faixa etária média menor são mais estratégicos

Hipótese 4e: Conselhos mais diversificados quanto à heterogeneidade de formação acadêmica são mais estratégicos

2.6

Características Organizacionais

A questão da composição do melhor conselho é bastante relevante. Mas é possível que não seja suficiente para explicar os efeitos sobre inovação, uma vez que a realidade das empresas pode ser bastante diferente. É importante não negligenciar características próprias da empresa, expressas em seus diferentes tamanhos, idade, setor e tipo de controle, que impõem desafios requisitando diferentes atuações do CA em nível estratégico.

Assim, para prever um conselho inovador, as características das firmas (em termos de idade, setor tecnológico, concentração acionária e tamanho) devem ser levadas em consideração (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017a). Abaixo estão mencionados os principais relacionamentos ao relacionar essas características com o nível estratégico do CA.

i) Idade

As diferentes fases do ciclo de vida de uma empresa impõem diferentes desafios, como exposto por Sánchez et al. (2017).

No estágio de crescimento, ou estágio inicial, as empresas teriam como principais objetivos estabelecer o negócio, levantar fundos e elaborar um plano de negócios. Nesse estágio, os autores citam os desafios de fluxo de caixa, recursos humanos, qualidade do produto, prazos iminentes e satisfação do cliente, ou seja, trata-se do estágio mais exigente do ciclo de vida da empresa, em que o fornecimento de recursos pelo conselho de administração é um requisito regulatório e não uma ferramenta competitiva (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017).

No estágio de maturidade, o ambiente de trabalho está bem estabelecido, a empresa desenvolveu seu mercado e seus produtos, o crescimento da receita se achata e as margens de lucro diminuem. Trata-se então de uma empresa mais conservadora, que se preocupa em ter estabilidade e eficiência. Nesse estágio, o nível de inovação diminui e o conselho tende a ser visto como um mecanismo para garantir a existência de controles adequados, decisões e ações consistentes com os interesses dos proprietários. Ou seja, há, na visão dos autores, uma transição do papel de provedores de recursos para uma função de monitoramento.

Com mudanças na economia, na sociedade ou nas condições do mercado, as condições de venda podem se alterar e a empresa entrar em declínio. Nesse momento, a empresa pode tender a uma medida de cortes e reorganização funcional ou, alternativamente, se reorganizar para entrar em seu segundo crescimento, desenvolvendo um novo gerenciamento, novas ideias ou produtos. Nesse sentido, as empresas enfrentam os mesmos desafios do crescimento inicial, lidando com o aumento de vendas, clientes, produtos e inovação e os conselhos enfrentam o desafio de ajudar na busca de novas direções estratégicas ou novas oportunidades de crescimento. Nesta fase então, justamente para que a organização possa prever novas alternativas, o papel do conselho na função de provedor de recursos deve se tornar mais importante que a função de monitoramento (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017).

Superar essa tendência de declínio natural exige do conselho um olhar estratégico sobre perspectivas futuras de negócio. Alguns autores, prevendo essa dificuldade, apontam para uma relação negativa entre idade da empresa e inovação, ou seja, com a idade, estabelece-se uma inércia organizacional e se torna cada vez mais difícil fazer ajustes estratégicos e estruturais em resposta às mudanças no ambiente (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015). É possível também que as empresas mais jovens, por terem experiência limitada, enfrentem maiores desafios de empreendedorismo e inovação (ARZUBIAGA et al., 2018).

Assumindo que empresas mais jovens tendem a formar conselhos que antecipem seus desafios estratégicos, e que com o tempo a tendência do conselho passa a ser de maior monitoramento sob pena do papel de provedor de recursos, preconiza-se uma relação negativa entre idade da empresa e inovação estratégica no CA.

j) Tamanho

O tamanho da empresa faz aumentar a complexidade de escopo em todas as suas instâncias. Também os problemas de agência são mais prováveis de ocorrer, à medida que as empresas aumentam de tamanho (GULDIKEN; DARENDELI, 2016).

Enquanto para pequenas empresas o papel de provedor de recursos pode ser mais valioso, para grandes e complexas empresas a necessidade de monitoramento para mitigar os problemas de agência pode acabar se impondo (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017). Sendo que, um conselho excessivamente identificado com o papel de monitoramento pode representar menos inovação para a empresa.

Quando se trata de inovação que se beneficie de volume, Ashwin et al. (2015) argumentam que grandes empresas tendem a se favorecer de economias de escala no processo de P&D, diluindo custos fixos em um maior número de vendas. Nesse caso, uma relação positiva ou invertida em forma de U seria esperada entre o tamanho da empresa e a inovação (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015).

Swift (2018) encontrou uma relação positiva entre o tamanho da empresa e inovação quando utilizou uma variável de diversificação corporativa como proxy de inovação.

Assim, ainda que a crescente complexidade da estrutura de grandes empresas exija um bom sistema para garantir um monitoramento eficaz da gestão (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017a), também é provável que no contexto das empresas brasileiras de capital aberto esse tamanho represente maior robustez de uma governança

que também cumpre o papel de provisionamento de recursos. Assim, é possível que o conselho das grandes empresas esteja apto a desenvolver mais estratégias e fomentar discussões de inovação nos negócios, por isso uma relação positiva é esperada entre tamanho da empresa e discussão estratégica no CA.

k) Controle Acionário

Uma das questões centrais de governança e que o sistema legal busca endereçar é “quem controla a organização” (AGUILERA et al., 2015). Uma extensa literatura aponta que quando há concentração acionária, os proprietários possuem mais incentivos e capacidade para monitorar e aconselhar diretamente os gestores e o conselho (AGUILERA et al., 2015).

No entanto, Sánchez et al. (2017) apontam que em empresas onde a propriedade é difusa, há maior necessidade do papel de monitoramento do conselho, posto que acionistas dispersos tendem a esbarrar em maior dificuldade para coordenar seus esforços de monitoramento.

Por outro lado, empresas nas quais a propriedade é mais concentrada, a exigência da função de controle se torna menos importante. Os grandes acionistas tenderiam a estar mais voltados para o monitorando direto de seus interesses mas também para apoiar estratégias e buscar oportunidades de crescimento (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017).

De forma similar, Ashwin et al. (2015) estudam a influência da propriedade e controle familiar sobre a inovação tecnológica no contexto da indústria farmacêutica indiana. Os autores encontraram evidências de que a participação acionária da família influencia positivamente os investimentos em pesquisa e desenvolvimento, embora a relação não pareça se estender aos dados de patentes. Os resultados obtidos foram explicados com base na teoria de *stewardship* (procuradoria). Na teoria de *stewardship*, em função do longo mandato e do relacionamento socioemocional da família proprietária com a empresa, essa estaria mais concentrada na continuidade

dos negócios, o que poderia facilitar maiores investimentos e inovação em P&D.

Pham et al. (2020) encontram evidências de que a propriedade concentrada é um fator que beneficia o potencial de crescimento das empresas no Vietnã. Para os autores, quando o proprietário está altamente concentrado, a orientação e supervisão são mais eficazes, resultando em recursos excedentes nas empresas que podem ser explorados mais plenamente, resultando em maiores taxas de crescimento.

No contexto brasileiro, igualmente, entende-se que a concentração acionária pode representar um alto envolvimento da família proprietária no negócio, tendendo a uma visão de longo prazo que considera inovação como importante. Desta forma, uma relação positiva é esperada entre concentração acionária e teor estratégico no CA.

I) Setores Intensivos em Conhecimento

Uma empresa intensiva em conhecimento é aquela que, para a produção do seu produto, depende de um corpo substancial de conhecimento complexo, sendo necessário um capital humano particular, processos de inovação e determinados arranjos estruturais (OEHMICHEN et al., 2017).

Empresas de alta tecnologia operam, via de regra, em ambientes mais voláteis e de alta velocidade, caracterizados por mudanças rápidas e descontínuas na tecnologia. Em mercados competitivos, característicos do ambiente de alta tecnologia, a função de controle do conselho pode ser menos necessária uma vez que o próprio mercado pode servir como mecanismo de controle. Assim, para empresas nesse ambiente de volatilidade, hostilidade e competitividade, o papel do conselho como provedores de recursos e facilitador de conexões parece ganhar relevância especial (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017a).

Já em empresas de baixa tecnologia, que não baseiam sua estratégia na geração de novos conhecimentos tecnológicos, mas na eficiência e

redução de custos, a função de provisão de recursos é menos importante. Se o ambiente é tecnologicamente estável, não há demanda por maior inovação e os produtos não se tornam obsoletos, nem é necessário que novos sejam desenvolvidos (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017).

De forma similar, Carlomagno (2018) pondera que, em setores emergentes, abertos e hipercompetitivos, uma das principais responsabilidades de conselhos de administração é a inovação, no core business e em novos negócios, enquanto que em setores maduros e regulados, o objetivo consiste em garantir eficiência operacional ao negócio existente.

Chen et al. (2018) encontram evidência de que as mulheres nos conselhos são particularmente valiosas em indústrias intensivas em conhecimento. Os autores encontram quatro principais setores em que a representação de conselheiras mulheres cria valor através do aumento da inovação corporativa: produtos farmacêuticos, software de computador, equipamentos eletrônicos e produtos químicos. Por outro lado, alguns setores em que a representação do conselho feminino não afeta, nem prejudica, o desempenho inovador da empresa incluem, entre outros, transporte, atacado, varejo e hotéis e restaurantes (CHEN; LEUNG; EVANS, 2018).

Quando avaliadas as necessidades de uma empresa pertencente a um setor intensivo em conhecimento, espera-se que essa empresa desfrute mais do conselho como um provedor de recursos, fazendo uso do capital humano para um papel de aconselhamento e orientação estratégica junto ao CEO. Assim, uma relação positiva é esperada entre empresas intensivas em conhecimento e inovação.

Acerca das características da empresa e suas relações com um conselho inovador, são tecidas as hipóteses a seguir:

Hipótese 5a: Conselhos de empresas mais jovens são mais estratégicos

Hipótese 5b: Conselhos de empresas maiores são mais estratégicos

Hipótese 5c: Conselhos de empresas com controle mais concentrado são mais estratégicos

Hipótese 5d: Conselhos de empresas de setores intensivos em conhecimento são mais estratégicos

2.6

Desempenho

E, em última instância, o que se deseja saber é: um conselho mais estratégico é capaz de gerar um desempenho superior? Um conselho estratégico gera resultados mais positivos em termos de inovação e criação de valor?

Brandão et al. (2018) pontua que a inovação *“é uma condição necessária, mas não suficiente, para que o desempenho empresarial positivo seja mantido ao longo do tempo em ambientes competitivos”* (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018, p. 14). Em todos os casos, espera-se que, na média, empresas capazes de fomentar uma cultura de inovação obtenham retornos positivos na criação de valor.

Zahra e Pearce (1989) já se referiam à questão de como os conselhos podem ser mais efetivos para contribuir para a performance da firma, estudando refinamentos em sua composição, organização interna e processos na tomada de decisão.

É possível também que a empresa precise estar atenta ao tipo de criação de valor desejada, ou seja, quem e como será capturado o valor econômico criado. Abebe e Myint (2018) afirmam que a inovação do modelo de negócios envolve a criação de valor para o cliente.

a) **Métricas de CA e Inovação**

Para avaliar o impacto entre conselho e inovação, predomina, na literatura de governança corporativa, a despesa com P&D como principal métrica de

inovação nos estudos empíricos (ABEBE; MYINT, 2018; BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018; CHEN; LEUNG; EVANS, 2018; DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, 2016; GULDIKEN; DARENDELI, 2016; ROSSI; HU; FOLEY, 2017; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017). As despesas com P&D possuem a desvantagem de serem incertas, cujo potencial retorno, sob a forma de dividendos para os acionistas, por exemplo, só ser conhecido no longo prazo, enquanto que no curto prazo pode ser considerado um custo afundado (GULDIKEN; DARENDELI, 2016). Além disso, tanto P&D quanto o total de patentes, embora frequentemente associados a inovação, podem ser considerados formas anteriores de inovação o que pode não necessariamente levar a resultados inovadores (TRIBBITT; YANG, 2017).

Carlomagno (2018) destaca que a inovação transcendeu a área de P&D, e já não se restringe às fronteiras da empresa. Assim, cita quatro modelos de gestão da inovação em empresas estabelecidas: (i) laboratórios próprios de P&D, que reúnem pesquisadores e profissionais *full time* dedicados; (ii) intraempreendedorismo, que compreende diversos formatos de mobilização coletiva na empresa com vistas a fomentar uma cultura de inovação; (iii) inovação aberta, conceito que aborda uma forma compartilhada entre empresas ou entre empresas e usuários e pesquisadores para o desenvolvimento de invenções e (iv) *Corporate Venture*: estruturas dedicadas ao fomento de negócios de risco por meio da conexão com *startups* ou *spin-offs* de soluções internamente desenvolvidas.

Outra métrica de inovação refere-se ao número de patentes e citações (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015; BALSMEIER; FLEMING; MANSO, 2017; CHEN; LEUNG; EVANS, 2018), embora esse seja um indicador pouco expressivo no Brasil.

Lima (2018) destaca dados do Global Startup Ecosystem Report 2018 [Relatório do Ecossistema Global de Startups de 2018] em que dos dez países que apresentaram maior crescimento nos últimos vinte anos em

produção de patentes, oito pertencem à Ásia, sendo esse crescimento mais proeminente em dois setores: inteligência artificial e blockchain. Além disso, a China supera os Estados Unidos com quatro vezes mais registros relacionados a inteligência artificial e três vezes mais patentes relacionadas a blockchain e criptomoedas em 2017 (LIMA, 2018).

Na opinião de Vilha e Suen (2018), no Brasil, as empresas apresentam uma limitada expressão de suas atividades de P&D e inovação. Isso decorreria, na visão desses autores, do fato das empresas aqui serem ainda pouco expostas à competição mundial e também devido à falta de parceria das empresas com universidades, que acabariam sendo vistas como “substitutas de aparatos de P&D empresarial, ausentes” (VILHA; SUEN, 2018, p. 241).

Uma outra forma de pensar inovação é identificar oportunidades e desenvolver a capacidade de pensar e entregar processos, produtos e serviços de formas diferentes e que criem valor (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018). Há ainda a inovação no modelo de negócios, que é *“um modelo estrutural que descreve a organização das transações de uma empresa focal com todos os seus constituintes externos nos mercados de fatores e produtos”* (ABEBE; MYINT, 2018, p.5). A inovação no modelo de negócios pode ocorrer, por exemplo, por meio de uma inserção tecnológica, como foi o Airbnb em relação à disrupção de Hilton, Marriot, Starwood (CARLOMAGNO, 2018).

A inovação, seja de produto, de processo ou de modelo de negócio é uma condição necessária para a permanência do negócio, e, se efetivamente gerar um valor percebido pelo cliente pode representar uma vantagem competitiva. Não obstante, consegui-la depende de haver uma cultura favorável a inovar, o que significa um rompimento com o *establishment*.

Existe uma forma ainda mais ampla de tratar inovação associada ao conselho de administração, no sentido de um olhar para frente e investimento do tempo em perspectivas futuras da organização (BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018; CLARKE, 2018; GULDIKEN;

DARENDELI, 2016; O'KELLEY et al., 2019), como já apontado neste estudo.

A esse sentido de inovação associada ao conselho, que diz respeito mais propriamente às perspectivas futuras da empresa (CLARKE, 2018), não foram encontradas métricas objetivas. Alguns autores serviram-se da metodologia de surveys (GUERRA; SANTOS, 2017; O'KELLEY et al., 2019) para obter, por parte dos conselheiros, uma estimativa sobre a alocação do tempo em atividades projetivas.

Assim, de forma a contribuir para a literatura de governança que enfatiza o senso de inovação associado a perspectivas futuras da empresa e, não tendo sido encontradas métricas objetivas para examinar essa realidade, esse estudo propõe que a escala construída por meio da análise de conteúdo das pautas de reunião do CA também possa ser utilizada como métrica de inovação no sentido de atuação estratégica do conselho em perspectivas futuras da empresa.

b) Métricas de Criação de Valor

Ao avaliar o efeito da diversidade do conselho na assunção de risco, Bernile et al. (2018) sugerem que um risco menor não é desejável por si só, se vier à custa do valor do acionista. Assim, além de avaliar o impacto da diversidade do conselho no risco, os autores utilizaram múltiplos de avaliação de ativos, como EBITDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) em relação ao total de ativos para avaliar o impacto líquido da diversidade de conselhos no desempenho da empresa. Um aumento de um desvio padrão na diversidade dos conselhos foi associado a um aumento médio no EBITDA em ativos de dois desvios padrão (BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018).

No estudo de Fernández-Gago (2016), o desempenho é utilizado como a variável moderadora na relação entre governança corporativa e responsabilidade social corporativa, mensurada com base na rentabilidade

das empresas. Os autores argumentam que utilizar uma medida de mercado para lucratividade como o ROA, ou seja, a razão entre o lucro operacional e o total de ativos (em porcentagem) é mais robusto do que índices contábeis, que poderiam ser manipulados gerencialmente. Alternativamente, os autores utilizaram também o valor da empresa definido como a soma do valor de mercado ou capitalização da empresa e o valor contábil da dívida, dividido pelo valor contábil do total de ativos (FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA; NIETO, 2016).

No estudo de O'Kelley et al. (2019), a sequência da análise segue a ordem inversa. Os autores partiram das empresas com um desempenho superior, aquelas que superaram *benchmarks* relevantes em termos de retorno total aos acionistas (*total shareholder return*) por dois ou mais anos consecutivos, para então verificar como funcionam os conselhos classificados como operando de maneira altamente eficaz. O estudo verificou que esses conselhos concentram seu tempo de trabalho priorizando discussões mais estratégicas, de longo prazo e prospectivas tendo ainda avaliado que seus membros demonstram um comportamento distinto promovendo e facilitando debates de maior qualidade nas reuniões (O'KELLEY et al., 2019).

Espera-se que, de forma similar ao encontrado por esses autores, empresas com um conselho mais estratégico estejam relacionadas a um desempenho superior, como estabelecido na hipótese 6 a seguir:

H6: Grupos de empresa com um conselho mais estratégico possuem desempenho superior.

2.6

Consolidação

A partir do referencial teórico levantado, foi possível consolidar as principais variáveis que se destacaram ante os conceitos abordados, conforme tabela a seguir.

Tabela 2 – Principais referências de variáveis

Construto	Argumento Teórico	Variável	Referências Teóricas
Conselho Estratégico	Estratégia/ Inovação	Nota média das RCAs	(BRANDÃO; FILHO; MURITIBA, 2018; CARLOMAGNO, 2018; CLARKE, 2018; GORNSZTEIJN; LIKHTMAN, 2017; MCCAHERY; VERMEULEN, 2014; O'KELLEY et al., 2019)
Atributos do CA	Contributividade	Tamanho do Conselho	(ABEBE; MYINT, 2018; DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, 2016; SWIFT, 2018; VALENTI; HORNER, 2020; ZONA, 2014a)
		Frequência de reuniões	(ARZUBIAGA et al., 2018; GORNSZTEIJN; LIKHTMAN, 2017; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017)
	Independência	Dualidade de CEO	(ABEBE; MYINT, 2018; PRENCIPE, 2016; ZONA, 2014a)
		Conselho Executivo	(BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018; PHAM et al., 2020)
		Conselho Independente	(BALSMEIER; FLEMING; MANSO, 2017; DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, 2016; FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA; NIETO, 2016)
	Diversidade	Presença feminina no CA	(CHEN; LEUNG; EVANS, 2018; CONYON; HE, 2017; MORI, 2014; ROSSI; HU; FOLEY, 2017; ZONA, 2014a)
		Participação feminina no CA	(ROSSI; HU; FOLEY, 2017)
		Idade média dos membros do CA	(MORI, 2014)
		Amplitude da idade dos membros do CA	(MORI, 2014)
		Amplitude da formação acadêmica dos membros do CA	(MORI, 2014; OEHMICHEN et al., 2017; ZONA, 2014a)
Características da Empresa	Idade	Idade da empresa	(ARZUBIAGA et al., 2018; ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017)
	Tamanho	Tamanho da Empresa	(ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015; GULDIKEN; DARENDELI, 2016; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017; SWIFT, 2018)
	Controle	Concentração no controle	(AGUILERA et al., 2015; ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015; PHAM et al., 2020; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017)
	Setor	Setor intensivo em conhecimento (<i>knowledge intensive business</i>)	(CARLOMAGNO, 2018; CHEN; LEUNG; EVANS, 2018; OEHMICHEN et al., 2017; SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017)
Desempenho	Estratégia/ Inovação	Nota média das RCAs	Elaboração própria no presente estudo
		Mediana das notas das RCAs	Elaboração própria no presente estudo
	Criação de Valor	Retorno sobre o ativo (ROA)	(FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA; NIETO, 2016)
		Retorno sobre o patrimônio (ROE)	
		Total Shareholder Value (TSV)	(O'KELLEY et al., 2019)

Fonte: Elaboração própria

3.

METODOLOGIA

Com o objetivo geral de avaliar o que determina um conselho mais estratégico, entre atributos do conselho e características da empresa, utilizou-se primeiramente uma abordagem qualitativa, especificamente a análise de conteúdo dos itens de pauta das reuniões de conselho de administração, para classificar, a partir dos temas das pautas das reuniões, aqueles de maior teor estratégico. Com base nesta análise, as empresas receberam uma nota referente à nota média (nota quanto ao teor estratégico dos temas) das reuniões de conselho de 2018. Com a construção dessa variável (Nota_RCA_Média), partiu-se para a segunda etapa deste estudo.

A segunda abordagem, de origem quantitativa, utilizou o método de regressão multivariada, tendo como variável dependente aquela construída na etapa anterior (Nota_RCA_Média), e como variáveis independentes os atributos do conselho e as características da empresa.

Na análise de robustez, serão utilizados dois métodos complementares. O método de clusterização será aplicado para a formação de clusters de empresas a partir das variáveis independentes que obtiveram uma relação com significância estatística em relação à variável Nota_RCA_Média no modelo de regressão. Nos clusters formados, será possível batizar os grupos de empresas em relação à atuação estratégica do conselho. Será verificado, por meio de uma análise Manova, se os grupos de empresas formados se diferem entre si.

Por meio de uma análise de diferença de médias, será possível verificar se os diferentes clusters de empresas obtêm diferenças de desempenho.

Na regressão logística, o objetivo será prever e identificar a razão de chance dos atributos do conselho e as características da empresa que explicam a ocorrência dos conselhos mais estratégicos.

3.1

Fonte de Dados

O presente estudo utiliza dados secundários de fontes diversas.

Os dados sobre os itens de pauta das reuniões de conselho das empresas brasileiras foram obtidos na página da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O caminho para obtenção das informações consiste em “Companhias”, “Informações periódicas e eventuais de companhias”, “Consulta a documentos por data”, “Módulo IPE”, Ano de 2018, “Categoria: Reunião da Administração”, “Tipo: Conselho de Administração”, “Espécie: Ata”².

Dessa forma, foram obtidas todas as atas das reuniões de conselho de administração das empresas brasileiras do ano de 2018.

Para a seleção das empresas do estudo, partiu-se da listagem de empresas da CVM na base de dados Economática®, um total de 600 empresas. Dessas, foram selecionadas aquelas operantes na bolsa Bovespa (passando para 388 empresas) e com registros ativos (passando para 349 empresas). Por fim, apenas aquelas com registros de atas do conselho em 2018 foram mantidas, resultando em um total de 325 empresas.

Após filtro das empresas, apenas as pautas das reuniões de conselho dessas 325 empresas foram mantidas, resultando em 3.084 reuniões de conselho (RCA) e 6.985 itens de pauta. Esses dados foram coletados entre maio e julho de 2019, e utilizados, por meio de análise de conteúdo, para construção da variável de inovação.

As informações sobre os membros do conselho foram obtidas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), mediante pesquisa nos formulários de referência de cada empresa, nos itens 12.5 e 12.6 do

² Reporta-se que o site da CVM passou por mudanças recentes com possível alteração no caminho de busca das informações.

formulário, que tratam da composição e experiência dos profissionais da administração e do conselho fiscal.

Os dados de ativo total, controle, idade da empresa e setor foram obtidos por meio da base de dados Economática®.

3.2

Design Geral

Este estudo se caracteriza como uma pesquisa de dupla abordagem, qualitativa e quantitativa. No quesito temporal, caracteriza-se por uma análise *cross-sectional* do ano de 2018. Destaca-se que os dados do conselho não são facilmente obtidos, uma vez que demandam uma leitura pormenorizada dos campos do formulário de referência das empresas listadas. Nem sempre também os dados são fielmente atualizados de forma a refletir possíveis alterações do conselho a cada ano. Por isso um estudo cross sectional, comparando os atributos entre as empresas, e não longitudinal ou painel de cada empresa ano a ano, pareceu mais indicado.

Abordagem Qualitativa: Análise de Conteúdo

Para realização da análise de conteúdo foram adotados os procedimentos descritos por Franco (2007). Inicialmente, partiu-se de uma análise flutuante, observando a natureza dos 6.985 itens de pauta existentes. A análise teve como unidade de registro, o tema e unidade de contexto os itens de pauta de reunião do conselho.

Do ponto de vista da escolha dos documentos, os princípios de exaustividade, representatividade e homogeneidade foram respeitados, uma vez que foram utilizadas todas as atas de conselho de todas as empresas abertas, ativas, e com registro na bolsa de valores brasileira Bovespa em 2018.

O passo seguinte refere-se à formulação de hipóteses. Nesse estudo, a hipótese que se deseja verificar por meio da análise de conteúdo é aquela estabelecida na hipótese 1:

Hipótese 1: A maioria das empresas brasileiras não possui reuniões de conselho de alto conteúdo estratégico.

O problema a ser investigado com a análise de conteúdo refere-se ao teor estratégico de cada item de pauta. Para tanto, partiu-se do quadro teórico de Clarke (2018) e da concepção de inovação definida por este autor. O conteúdo de discussão estratégica de uma empresa, que cria e projeta recursos focada no futuro, foi entendida como seu comprometimento com a inovação.

Figure 1 – Framework of Company Board Duties



Figura 1 – Modelo teórico das funções do conselho de administração

Fonte: Clarke (2018)

Como pode ser visto na Figura 1, as funções do conselho de administração foram definidas por Clarke (2018) a partir de dois vetores: olhar interno ou externo à organização e focada em passado e presente ou em futuro. Com base nesses vetores, quatro quadrantes previam funções de (1)

monitoramento e supervisão, (2) provisão de prestação de contas; (3) elaboração de políticas e (4) formulação estratégica.

A partir da extensa leitura dos itens de pauta, no entanto, percebeu-se que esse modelo deixava algumas lacunas. Itens de pauta das RCAs referentes a operações táticas e operacionais, a exemplo de captação de recursos, operações de hedge e decisões operacionais, por exemplo, não se encaixavam adequadamente em nenhum quadrante.

Ainda, como o objetivo é verificar aqueles conselhos que se destacam no quesito de discussões de alto teor estratégico, itens de pauta referentes ao mero cumprimento de obrigações legais por si só constituíam uma categoria única, independente de estarem nas categorias 1 ou 2 da definição de Clarke (2018). No final, o objetivo deste estudo é construir um sistema de categorias que permita diferenciar um conselho que “existe apenas no papel” (ARZUBIAGA et al., 2018) de um conselho atuante em discussões projetivas e estratégicas.

Assim, embora tenha utilizado como apoio e inspiração o modelo de Clarke (2018), o sistema categórico foi não apriorístico (FRANCO, 2007). Emergiu, a partir da leitura dos itens de pauta, uma classificação de quatro categorias, em nível gradativo de teor estratégico inovador. A opção de utilizar uma gradação de 0 até 4 teve por base os quatro quadrantes de Clarke (2018) e foi também similar ao adotado por Fernández-Gago et al. (2016). Esses últimos utilizaram uma pontuação de 0 até 4 para avaliar o grau com que as empresas cumprem normas de responsabilidade social corporativa, com base nas informações incluídas nos relatórios anuais das empresas.

As categorias criadas foram as seguintes, com gradação em sequencia de teor estratégico:

1 – Protocolar / Legal

2 – Decisão tática / Operacional / Assuntos técnicos

3 – Formulação de Políticas / Futuro conceitual / Projetivo ambiente interno

4 – Pauta Estratégica / Decisão de negócios futuros / Projeto ambiente externo

O sucesso dessa classificação categórica foi percebido por uma maior facilidade de classificação dos itens. Como descreve Franco (2007), no sistema em que as categorias não são definidas a priori, elas emergem do conteúdo e implicam constante ida e volta do material de análise à teoria. Assim, tendo utilizado um quadro teórico de base, apenas adequando-o para melhor compatibilização dos temas encontrados, o sistema de categorias ficou enxuto, sem ser excessivamente aberto com inúmeras categorias.

O quadro abaixo sintetiza os principais temas das quatro categorias criadas.

Quadro 2 – Classificação dos itens de pauta das reuniões de conselho

1	2	3	4
Protocolar/ Legalista	Decisão Tática / Operacional / Assuntos técnicos	Formulação de Políticas / Futuro conceitual / Interno	Pauta Estratégica / Decisão de Negócios Futuros / Externo
Eleição/ Destituição Membros	Contratação empréstimo	Formulação de Políticas	Planejamento Estratégico
Aprovação de Contas	Captação de recursos	Regimento Interno	Novos negócios
Convocar AGO/E	Constituição de Hedge	Normativos	Novas frentes de trabalho
Dividendos/ JSCP	Alongamento da Dívida	Planejamento Sucessão	Constituição joint venture
Destinação dos resultados	Fluxo de caixa	Orçamento	Projetos P&D
Auditor Externo	Emissão de debêntures	Código de Ética	Fusões/ Aquisições
Ata Reunião	Aumento de capital	Sistema de Governança	Alianças Estratégicas
Relatório da Administração	Estudo técnico	Estrutura de Comitês	Internacionalização
Calendário/cronograma	Garantia / fiança	Relatório de Sustentabilidade	Abertura/ fechamento Filiais
Composição diretoria	Contratação serviço	Plano de marca	Parceria estratégica
Autorizar atos da diretoria	PLR pagamento	Matriz de riscos	Cybersecurity
Proposta da administração	Debêntures	Plano de Cargos e Salários	Incorporação subsidiárias
	Tributos	Plano de Remuneração	Aquisição de sociedades

Fonte: Elaboração própria

O procedimento adotado na análise de conteúdo foi similar ao de Oehmichen et al (2017). Consistiu na busca de fragmentos de palavras, com auxílio da ferramenta do excel de filtro avançado. A partir de uma classificação inicial com base em palavras chave os itens de pauta foram

filtrados. Analisando o contexto, foram avaliados conforme categoria mais pertinente. Assim, em última instância, os itens foram avaliados um a um.

Uma vez classificados os 6.985 itens de pauta de reunião, que receberam escala de 0 a 4³, cada uma das 3.084 reuniões de conselho recebeu uma nota tomando por base a nota do item de pauta de maior valor. A premissa implícita neste método é de que a discussão da reunião foi tão estratégica quanto o item de pauta de maior teor estratégico, ainda que tenham sido também discutidos assuntos de caráter meramente legal, por exemplo. Ou seja, numa agenda de 10 itens de pauta, ainda que 9 tenham caráter meramente legal, o fato de ter um item de pauta de maior relevância estratégica pode definir aquela como uma reunião de um conselho estratégico que pensa e discute o futuro da companhia.

A empresa, por fim, foi avaliada tomando por base a média das notas das reuniões de conselho do ano de 2018. Nessa etapa, o pressuposto de utilização da média é que ela define o padrão da empresa em relação às RCAs.

Em síntese, o procedimento adotado na etapa qualitativa foi:

1. Análise flutuante dos itens de pauta para possível categorização
2. Utilização de referência teórica e verificação das necessidades emergentes de categorias
3. Criação do sistema próprio de categorização
4. Tipificação dos principais temas de cada categoria
5. Atribuição de nota a cada item de pauta de reunião conforme sistema de categorias criado
6. Atribuição da nota da reunião tomando por base o item de pauta maior nota

³ Apesar da categoria de menor gradação ser pontuada como 1, a nota da reunião pode ser 0 em casos em que o item de pauta, às vezes único, refere-se a algo que não se encaixe nas categorias por não ser possível dimensionar o teor do conteúdo daquele item. Por exemplo, reunião de conselho de administração onde o item único de pauta trata de “Outros”, ou “Avisos” ou “Encaminhamento de relatórios”.

7. Consolidação da nota da empresa a partir da nota média das reuniões de conselho no ano de 2018 – criação da variável Nota_RCA_Média

Essa metodologia permitiu a construção de uma variável quantitativa escalar, por empresa, com notas variando até 4, para ser utilizada na segunda abordagem desse estudo, de natureza quantitativa.

Abordagem Quantitativa: Regressão Multivariada

A análise de regressão múltipla é uma técnica estatística que tem por objetivo prever, por meio das variáveis independentes cujos valores são conhecidos pelo pesquisador, os valores da variável dependente selecionada pelo pesquisador (HAIR et al., 2009). O conjunto de variáveis independentes ponderadas forma a variável estatística de regressão, uma combinação linear das variáveis independentes que melhor prevê a variável dependente, cujas influências são avaliadas por meio de pesos que denotam as respectivas contribuições (HAIR et al., 2009).

No modelo de regressão, “Y”, a variável alvo, é o que se deseja prever, neste caso, um conselho estratégico inovador, “X” são os preditores, onde entram os atributos do conselho e as características da empresa e o termo “e” é o erro aleatório. Os coeficientes β indicam que os parâmetros são populacionais, sendo que o método OLS (*ordinary least squares*), utilizado nesse estudo, captura o modelo em que as estimativas dos β encontradas na amostra minimizam a soma dos quadrados dos erros da amostra (STEHLIK-BARRY; BABINEC, 2017).

O modelo utilizado pode ser sintetizado como: Conselho Inovador = F (variáveis independentes da empresa, variáveis independentes do conselho) e assume a forma geral a seguir:

$$\begin{aligned}
INOVA_CA_{it} = & \alpha_{it} + \beta_1 Qtde_RCA_{it} + \beta_2 Idade_{it} + \beta_3 AT_{it} + \beta_4 Controle_1_{it} \\
& + \beta_5 KIB_{it} + \beta_6 CA_Qtde_{it} + \beta_7 CA_DUA_{it} + \beta_8 CA_CNE_{it} \\
& + \beta_9 CA_IND_{it} + \beta_{10} CA_FEM_{it} + \beta_{11} CA_FEM_PER_{it} \\
& + \beta_{12} CA_IDA_MED_{it} + \beta_{13} CA_IDA_AMP_{it} \\
& + \beta_{14} CA_FORM_AMP_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

As variáveis estão explicadas no tópico 3.4.

3.3

Estabelecendo as Hipóteses

As hipóteses foram estabelecidas conforme referencial teórico exposto no capítulo anterior, levando em conta a literatura relevante e atual de governança, contextualizadas para o caso das empresas brasileiras. A hipótese 1 será verificada por meio dos resultados da análise de conteúdo, as hipóteses 2, 3, 4 e 5 serão obtidas por meio de análise quantitativa de regressão e a hipótese 6 será verificada a partir da análise de anova sobre os clusters encontrados.

Hipótese 1: A maioria das empresas brasileiras não possui reuniões de conselho de alto conteúdo estratégico.

Hipótese 2a: Conselhos maiores são mais estratégicos.

Hipótese 2b: Conselhos com reuniões mais frequentes são mais estratégicos.

Hipótese 3a: Conselhos com estrutura de liderança do tipo não dualidade de CEO são mais estratégicos.

Hipótese 3b: Conselhos de composição não executiva são mais estratégicos.

Hipótese 3c: Conselhos com maior proporção de conselheiros independentes são mais estratégicos.

Hipótese 4a: Conselhos mais diversificados quanto à presença de mulheres são mais estratégicos

Hipótese 4b: Conselhos mais diversificados com maior proporção de participação feminina são mais estratégicos

Hipótese 4c: Conselhos mais diversificados quanto à amplitude de faixa etária são mais estratégicos

Hipótese 4d: Conselhos com faixa etária média menor são mais estratégicos

Hipótese 4e: Conselhos mais diversificados quanto à heterogeneidade de formação acadêmica são mais estratégicos

Hipótese 5a: Conselhos de empresas mais jovens são mais estratégicos

Hipótese 5b: Conselhos de empresas maiores são mais estratégicos

Hipótese 5c: Conselhos de empresas com controle mais concentrado são mais estratégicos

Hipótese 5d: Conselhos de empresas de setores intensivos em conhecimento são mais estratégicos

H6: Grupos de empresa com um conselho mais estratégico possuem desempenho superior.

3.4

Variáveis

As variáveis foram estabelecidas conforme os construtos tratados no referencial teórico. O estudo é composto por 15 variáveis, sendo uma variável dependente, resultante da análise de conteúdo dos itens de pauta das reuniões do conselho e as 14 restantes como variáveis independentes, conforme quadro 2. Adicionalmente, 8 variáveis são utilizadas na parte

complementar do estudo, e dizem respeito a variáveis de governança para verificação do padrão dos clusters de empresas e variáveis de desempenho, para avaliação da diferença entre esses clusters formados.

Destaca-se que neste estudo o objetivo é identificar possíveis relações de cada variável em relação à variável dependente. Trata-se de um procedimento diferente daquele adotado por Bernile et al. (2018), por exemplo, que desejavam verificar o impacto da diversidade no CA e construíram um índice com base em seis características distintas dos conselheiros, avaliando, por meio do mix dessa diversidade, o efeito na variável dependente. Os autores explicaram que o objetivo, naquele caso, não era conhecer o efeito de cada variável, mas sim testar para o impacto da diversidade.

Na tabela a seguir estão elencadas as variáveis utilizadas, bem como a operacionalização de cada variável e a fonte utilizada para obtenção dos dados.

Tabela 3 – Operacionalização das variáveis

Variável	Nome Abreviado	Operacionalização	Fonte
Conselho Estratégico (NOTA_RCA_MÉDIA)	Nota_RCA_média	Média da nota das RCAs da empresa em 2018 pelo teor inovador da pauta de reunião. Obs.: A nota da RCA refere-se ao item de pauta de maior conteúdo de inovação.	Construção própria. Pauta das RCAs disponíveis em informações de companhias no site da CVM.
Tamanho do Conselho	CA_QTD	Variável escalar (Quantidade de membros no CA)	Formulário de referência da CVM
Frequência de reuniões	Qtde_RCA	Variável escalar (Qtde de RCAs da empresa em 2018)	Informações de companhias no site da CVM
Dualidade de CEO	CA_DUA	Variável categórica binária (0 = separação de cargos ; 1 = dualidade)	Formulário de referência da CVM
Conselho Executivo	CA_CNE	Variável escalar - % de membros do CA que pertencem à diretoria	Formulário de referência da CVM
Conselho Independente	CA_IND	Variável escalar - % de membros independentes no CA	Formulário de referência da CVM
Presença feminina no CA	CA_FEM	Variável categórica binária (0 = sem conselheiras mulheres ; 1 = com conselheiras mulheres)	Formulário de referência da CVM
Participação feminina no CA	CA_FEM_PER	Variável escalar - % de mulheres no CA	Formulário de referência da CVM
Idade média dos membros do CA	CA_IDA_MED	Variável escalar (Média de idade do CA)	Formulário de referência da CVM
Amplitude da idade dos membros do CA	CA_IDA_AMP	Variável escalar (Idade máxima - idade mínima do CA)	Formulário de referência da CVM
Amplitude da formação acadêmica dos membros do CA	CA_FORM_AMP	Variável escalar (soma 1 para cada formação acadêmica distinta no CA)	Formulário de referência da CVM
Idade da empresa	Idade	Variável escalar (anos desde a fundação até 2018)	Economática®

Tamanho	AT	Variável escalar (Ativo total da empresa em 2018)	Economática®
Concentração no controle	Controle_1	Variável escalar (% de ações detidas pelo maior acionista controlador)	Economática®
Setor intensivo em conhecimento (<i>knowledge intensive business</i>)	KIB	Variável categórica binária (0 = setor não intensivo em conhecimento; 1= setor intensivo em conhecimento pela classificação do IBI) ⁴	Economática® (Subsetor Bovespa) / Grupos Setoriais – IBI segunda edição - PINTEC (2005)
Ranking segmento de listagem ⁵	SEG_CLAS	Variável ordinária - ranking pelo segmento de listagem de governança pertencente (de 1 a 4)	Economática®
Segmento especial de listagem	GOV	Variável categórica binária (0 = não pertence a segmento especial de listagem; 1= pertence a segmento especial de listagem de governança)	Economática®
Novo Mercado	NM	Variável categórica binária (0 = não pertence a segmento de Novo Mercado; 1= pertence ao segmentod e Novo Mercado)	Economática®
Retorno sobre o ativo (ROA)	ROA_médio	Variável escalar (retorno sobre o ativo)	Economática®
Retorno sobre o patrimônio (ROE)	ROE_médio	Variável escalar (retorno sobre o patrimônio)	Economática®
Total Shareholder Value (TSV)	TSV_médio	Variável escalar Total Shareholder Value (valorização + dividendos por ação)	Economática®
Nota média das RCAs	Nota_RCA_média	Variável escalar (nota média das reuniões de CA de 2018)	Construção própria. Pauta das RCAs disponíveis em informações de companhias no site da CVM.
Mediana das notas das RCAs	Nota_RCA_mediana	Variável escalar (mediana das notas das reuniões de CA de 2018)	Construção própria. Pauta das RCAs disponíveis em informações de companhias no site da CVM.

Fonte: Elaboração própria

3.5

Premissas para a Regressão

O presente estudo possui um total de 14 variáveis preditoras para o modelo de regressão. Considerando que o nível desejado do tamanho da amostra está entre 15 e 20 observações para cada variável independente (HAIR et al., 2009), espera-se uma amostra de 280 observações. O número de

⁴ Os setores intensivos em conhecimento compreenderam os quatro Grupos Setoriais – IBI segunda edição, de acordo com os Grupos Pintec 2005 de intensidade de P&D: Grupo 1 - Alta Tecnologia, Grupo 2 - Médio-alta Intensidade Tecnológica, Grupo 3 - Médio-baixa intensidade tecnológica, e Grupo 4 - Baixa intensidade tecnológica. Por meio da relação adotada por Murro et al. (2016), foram identificados os subsetores Bovespa do Economática® correspondentes a esses grupos.

⁵ As variáveis de governança serão utilizadas apenas no estudo de clusters, para auxiliar na identificação dos padrões de empresas nos diferentes grupos formados.

casos inicial é de 325 observações, e quando excluídas as observações com alguns dados faltantes (aplicando-se a opção *listwise*) tem-se uma amostra de 289 observações.

Para detectar valores atípicos (*outliers*), optou-se por avaliar os escores padronizados de todas as variáveis escalares, eliminando aqueles que excediam um desvio padrão de +3 ou estavam abaixo de um desvio padrão de -3, conforme procedimento indicado por Field (2009). As tabelas a seguir mostram a quantidade de casos por variável antes e depois das eliminações de valores atípicos.

Tabela 4 – Tratamento de Outliers

Variáveis	Com Outliers			Outliers	Após Tratamento		
	Casos	Mínimo	Máximo		Casos	Mínimo	Máximo
Qtde_RCA	324	1	35	3	321	1	27
Idade	324	0	262	2	322	0	135
AT	324	9,8	16499613394	1	323	9,8	16499613394
Controle_1	324	5,05	100	0	324	5,05	100
CA_QTD	324	0	14	5	319	0	12
CA_CNE	323	0	100	4	319	33,33	100
CA_IND	323	0	100	0	323	0	100
CA_FEM_PER	323	0	100	6	317	0	75
CA_IDA_MED	323	0	82	6	317	33,17	82
CA_IDA_AMP	322	0	81	4	318	0	57
CA_FORM_AMP	323	0	6	0	323	0	6

Fonte: Elaboração própria

As variáveis preditivas devem ser quantitativas ou categóricas, e a variável de saída deve ser quantitativa, contínua e não-limitada (FIELD, 2009). Como pode ser observado na tabela das variáveis (Tabela 2), das 14 variáveis preditivas, 3 são categóricas binárias (dualidade de CEO, presença feminina no CA e setor intensivo em conhecimento). As 11 restantes são variáveis quantitativas escalares. A variável dependente é quantitativa, e as possíveis saídas são entre 0 e 4, não existindo restrição de saída neste intervalo. As observações são independentes entre si, uma vez que cada caso representa uma empresa de capital aberto na bolsa de valores brasileira, assumindo-se que todos os valores da variável de saída provém de uma entidade separada (FIELD, 2009).

Os requisitos de linearidade, homocedasticidade, aleatoriedade e normalidade dos resíduos e ausência de multicolinearidade também foram verificados e atendidos.

3.6

Robustez

Buscando aprimorar a interpretação dos resultados obtidos por meio da técnica de regressão, será aplicada a técnica de clusters ou de agrupamentos sobre a amostra, utilizando as variáveis significativas no modelo de regressão encontrado para clusterizar. A análise de agrupamentos ou clusterização é um grupo de técnicas multi-variadas cuja finalidade principal é agregar objetos com base nas características que eles possuem (HAIR et al., 2009). No presente estudo, o objetivo é agrupar as empresas com base nas características do conselho e de empresa que apresentaram uma relação estatisticamente significativa com a variável dependente da regressão. A análise de agrupamentos faz os grupos baseados em distância (proximidade) e tem sido também chamada de análise Q, construção de tipologia, análise de classificação e taxonomia numérica (HAIR et al., 2009).

Dentre os objetivos da técnica, Hair et al. (2009) apontam que é possível compreender as características de cada cluster e desenvolver um nome ou rótulo que defina apropriadamente a natureza dos mesmos, além de obter uma descrição das características de cada agrupamento para explicar como eles podem diferir quanto a dimensões relevantes.

Hair et al. (2009) afirma que a análise de agrupamentos é descritiva, não-teórica e não-inferencial. Ou seja, a análise de agrupamentos não tem base estatística sobre a qual esboçar inferências de uma amostra para uma população.

Destaca-se que na técnica de clusterização as variáveis utilizadas para clusterizar são definidas pelo pesquisador, normalmente com base em

suposições teóricas ou em estudos anteriores. Verifica-se assim a importância da utilização da técnica neste estudo, que utiliza os resultados da regressão para selecionar as variáveis relevantes para aplicação da técnica de cluster que, de outro modo, não seria possível, em vista da grande quantidade de variáveis obtidas a partir da literatura.

Adicionalmente, será rodada uma análise de regressão logística, separando a amostra em dois grupos e destacando o grupo dos conselhos estratégicos para aquelas empresas com nota superior à média. Esse grupo levará nota 1, o outro nota 0, de forma que a variável dependente se torna binária. Com a aplicação da técnica, o objetivo será prever com base nos atributos do conselho e nas características da empresa, a chance da empresa pertencer ao grupo dos conselhos estratégicos. A regressão logística difere da regressão múltipla, segundo Hair et al. (2009), por ter sido especificamente elaborada para prever a probabilidade de um evento ocorrer, com valor de probabilidade entre 0 e 1.

3.7

Análise de Desempenho

Relembramos nesse ponto da hipótese 6 do estudo, onde o objetivo é verificar se grupos de empresas com conselho estratégico possuem desempenho superior. Para tanto, utilizar-se-á da técnica de análise de variância (Anova) sobre as variáveis de desempenho nos clusters formados.

Análise de variância (ANOVA) é, segundo Hair et al. (2009), uma técnica estatística usada para determinar se as amostras de dois ou mais grupos surgem de populações com médias iguais, ou seja, permitirá verificar se as médias dos grupos diferem significativamente.

Como exposto na Tabela 2, será utilizada a própria variável Nota_RCA_Média para atestar as diferenças de desempenho no quesito de Inovação estratégica do conselho, e serão utilizadas três variáveis de

desempenho no quesito criação de valor: Retorno sobre o ativo médio entre 2017 e 2018 (ROA_médio), Retorno sobre o patrimônio médio entre 2017 e 2018 (ROE_médio), Total Shareholder Value médio entre 2017 e 2018 (TSV_médio).

4.

RESULTADOS

Os resultados da pesquisa serão apresentados em três tópicos a seguir. Primeiramente, serão apresentados os resultados referentes à análise de conteúdo das pautas das reuniões de conselho de administração. O objetivo, neste tópico, é permitir uma avaliação sobre a atuação dos conselhos em pautas estratégicas de forma a responder a primeira hipótese desta pesquisa. Essa etapa corresponde à geração da variável dependente do estudo quantitativo.

Em segundo lugar, será uma análise das relações observadas entre a variável dependente e os atributos do conselho e as características das empresas de forma a responder as demais hipóteses de pesquisa levantadas. Nesta etapa, o objetivo é apresentar o modelo gerado por meio da análise de regressão que permite prever os fatores associados a um conselho engajado em uma agenda estratégica de perspectivas futuras para a empresa.

Por fim, por meio de análise de cluster e de regressão logística serão verificados e comparados os resultados obtidos por meio da regressão multivariada. A hipótese 6, referente à análise de desempenho, será testada nessa etapa de robustez, que será tratada no capítulo 5.

4.1

Conteúdo Estratégico das Reuniões de CA

Como descrito no capítulo de metodologia, a primeira etapa da pesquisa consistiu de análise qualitativa por meio de análise de conteúdo tendo como unidade de registro, o tema, e como unidade de contexto, os itens de pauta das reuniões de conselho de administração das empresas brasileiras de capital aberto em 2018. Esta seção apresenta os principais achados dessa

etapa qualitativa com o objetivo de verificar a primeira hipótese da pesquisa:

Hipótese 1: A maioria das empresas brasileiras não possui reuniões de conselho de alto conteúdo estratégico.

Primeiramente, de forma ilustrativa, apresenta-se sob a forma de nuvem de palavras, os termos de filtro utilizados para auxílio na classificação dos itens de pauta. A figura foi construída por meio da ferramenta Worditout, sendo que o tamanho do termo corresponde à sua frequência observada.



Figura 2 – Nuvem de palavras dos termos de busca

Fonte: Elaboração própria

Importante destacar que, embora este estudo tenha utilizado como referência o método de análise de conteúdo aplicado por Oehmichen et al. (2017), diferentemente daqueles autores o processo de classificação não foi feito de forma automática, pela simples correspondência de palavras, mas sim por meio da análise do contexto. Assim, por exemplo, ao filtrar o termo “stock option”, quando o contexto da expressão aparecia no sentido de elaborar um plano de remuneração e incentivo, este item de pauta recebeu nota “3”. Mas se o contexto refletia um aumento de capital em

razão de um plano de stock option a ser exercido, este item de pauta recebeu nota “2”.

Os asteriscos antes e depois dos termos de filtragem são para facilitar a localização no filtro avançado do excel.

Na figura a seguir, estão representadas as frequências absolutas dos principais termos encontrados.

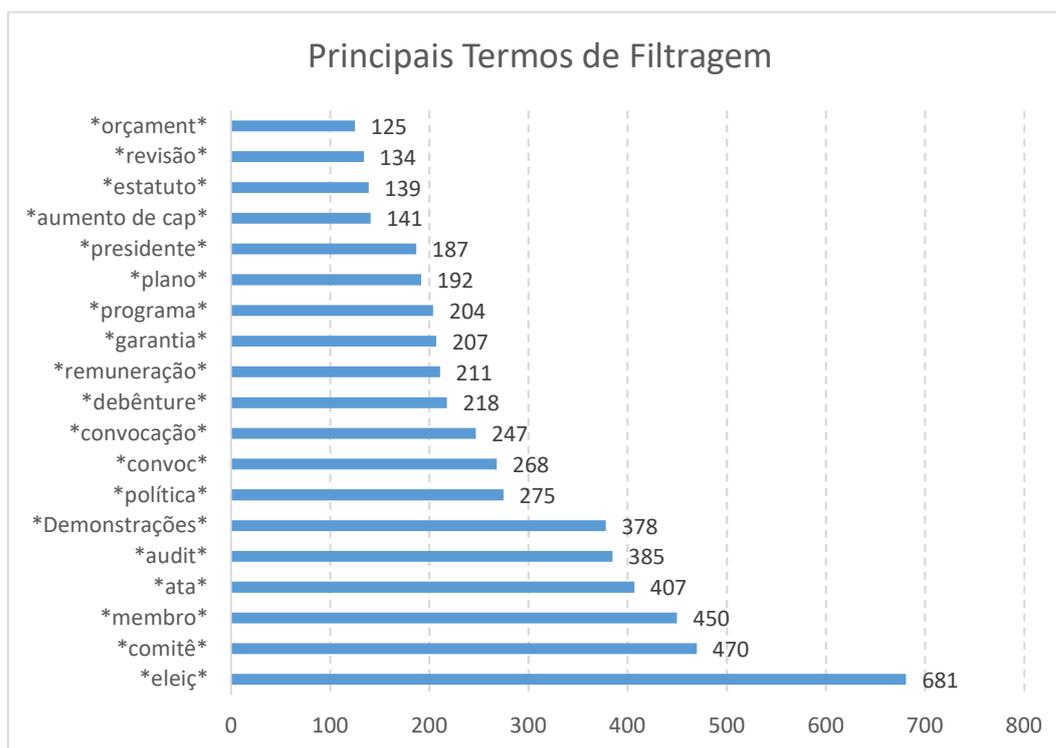


Figura 3 – Principais termos de busca nos itens de pauta

Fonte: Elaboração própria

Dessa forma, a partir dos filtros realizados, da leitura do contexto do item de pauta, cada item recebeu nota de 1 a 4, conforme gradação em tabela própria apresentada no capítulo de metodologia.

Os 6.985 itens de pauta foram classificados, tendo sido avaliados com maior frequência (3380) com nota 1. Neste grupo foram classificados itens referentes a obrigações legais do conselho bem como itens referentes a aspectos burocráticos, protocolares, ou necessários indispensáveis, mas que não permitiam compreender o teor das discussões do conselho. A aprovação de contas é um exemplo típico de tema desta categoria, e, ainda

que possa envolver bastante discussão, trata-se de um típico “olhar no retrovisor”, o qual não permite um olhar estratégico sobre as perspectivas futuras da companhia.

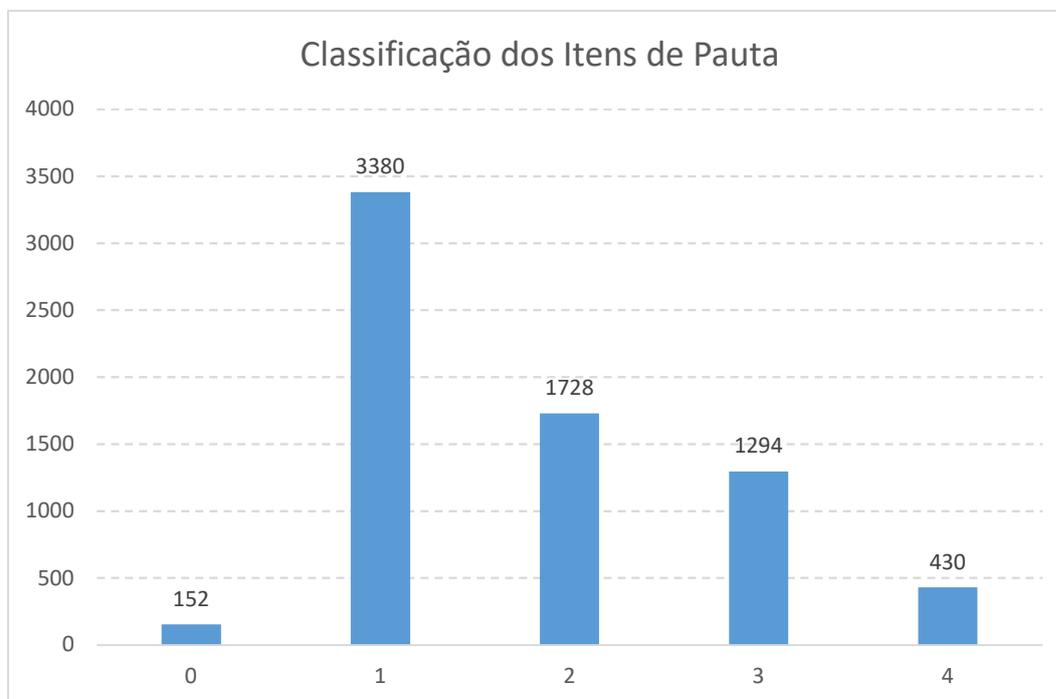


Figura 4 – Classificação dos itens de pauta

Fonte: Elaboração própria

Ainda sobre a figura 4, destaca-se a existência de 430 itens de pauta classificados com nota 4, ou seja, aqueles itens de maior teor estratégico onde o contexto do tema permitiu perceber um nível de discussão ou projeção sobre o futuro dos negócios da companhia. Alguns itens (152) receberam nota 0, como já informado na metodologia, quando não era possível identificar qualquer contexto de que tratavam, por exemplo, “Avisos” ou “Encaminhamento de relatórios”.

O passo seguinte consistiu em determinar a nota da reunião do conselho tomando como base a nota máxima dos itens de pauta da reunião. Esse foi um critério cuidadosamente calculado, ainda que não guarde relação com o número de itens de pauta da reunião. A explicação é bastante simples: uma reunião com 10 itens de pauta de assuntos burocráticos terá menor teor estratégico do que uma reunião com 3 itens de pauta mas que tenha

pelo menos 1 item de pauta de assuntos mais estratégicos, de negócios no longo prazo e prospectivos.

Assim, como apresentado na figura 5 a seguir, das 3084 reuniões registradas de 2018, 1300 referiam-se a temáticas legalistas ou protocolares, 827 tiveram temáticas referentes a assuntos operacionais, especialmente financeiros, como contratação de empréstimos ou financiamentos, 576 tiveram temas referentes a pensar o futuro em termos de organização interna, como políticas, regimentos e planos de sucessão para a empresa, enquanto 363 reuniões, ou 11% do total, tiveram assunto do mais elevado teor estratégico para os negócios da companhia, tratando estratégias como constituição de uma parceria estratégica e novos negócios.

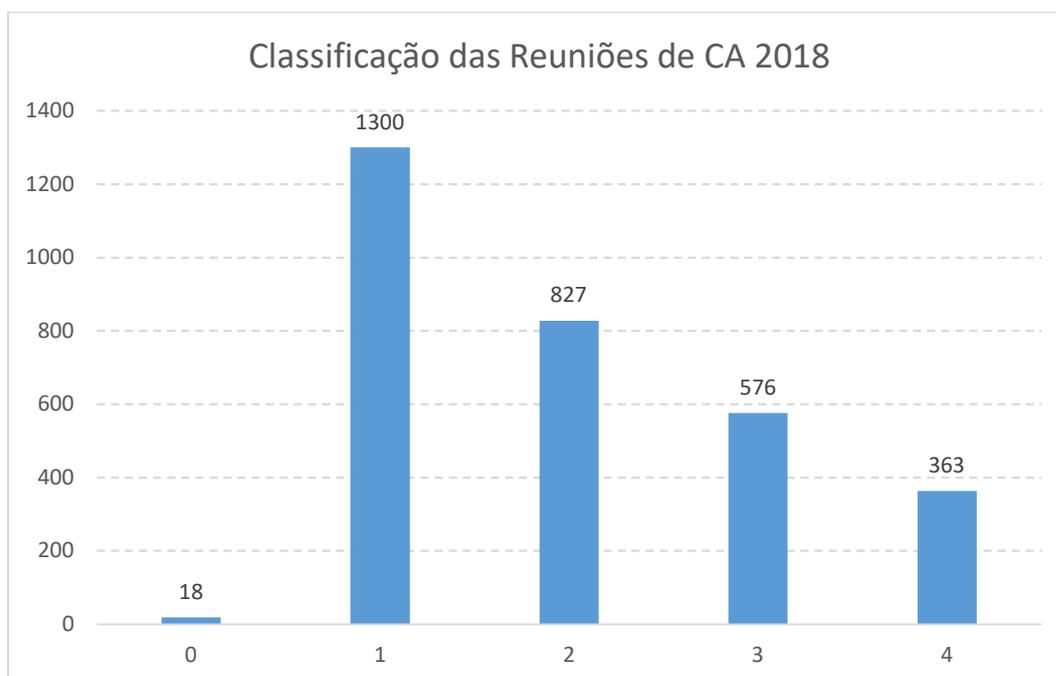


Figura 5 – Classificação das Reuniões de CA

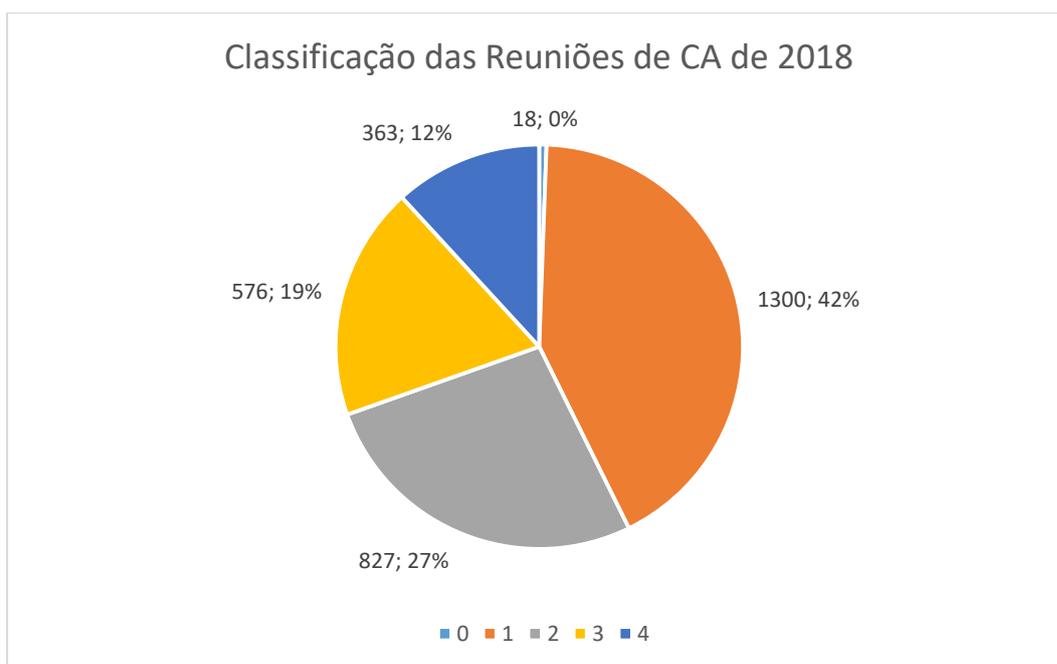


Figura 6 – Classificação das Reuniões de CA

Fonte: Elaboração própria

Por fim, para construção da variável principal dessa seção Nota_RCA_Média, foi computada a nota média das reuniões de 2018 por empresa. Utilizou-se nota média nesse caso por ser a estimativa de um padrão usual na empresa.

A variável construída é contínua, e assume valores entre 1 e 4, conforme classificações apresentadas nas figuras 7 e 8 abaixo.

A figura 7 apresenta a distribuição das empresas em faixas de meio ponto. Observa-se uma gradação decrescente de frequência à medida que aumenta a nota, com maior intervalo a partir de nota 3.

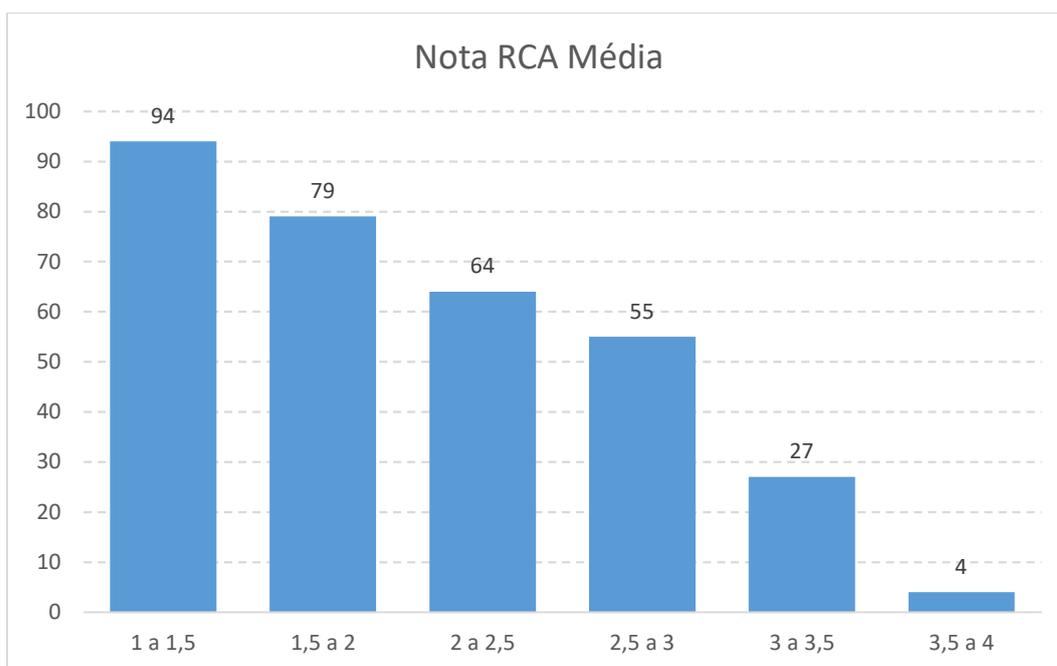


Figura 7 – Classificação das empresas conforme nota média das reuniões de 2018

Fonte: Elaboração própria

A figura 8 mostra que 173 empresas, representando 53% do total, tiveram reuniões do conselho em 2018 que ficaram entre temas legalistas e operacionais. Para 119 empresas, 37% do total, a nota média esteve entre 2 e 3, com aparição portanto de algum nível de temáticas projetivas, enquanto para 31 empresas, ou 10% do total, esse tipo de tema aparece na maior parte das reuniões.

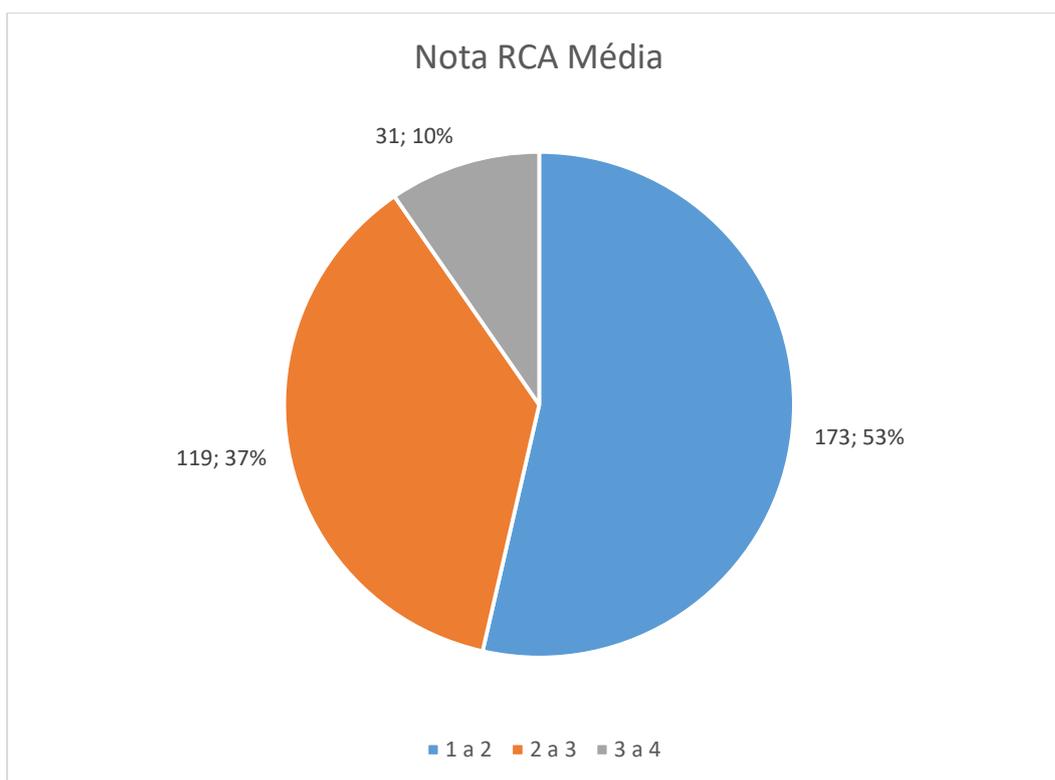


Figura 8 – Classificação das empresas pela nota média das RCAs de 2018

Fonte: Elaboração própria

Por fim, e com vistas a responder à primeira hipótese de pesquisa, foi ainda aferida uma nota da empresa correspondente à nota máxima das suas reuniões de conselho de administração em 2018. Como apresentado na figura 9, 41 empresas (13% do total) não tiveram qualquer reunião que extrapolasse assuntos legais e protocolares, o que envolve também um olhar para o passado no modelo de Clarke (2018), 59 empresas (18% do total) tiveram discussões que atingiram assuntos táticos operacionais, o que pode se considerar um olhar para o presente.

Somadas, 223 empresas (69% do total) tiveram reuniões que apresentaram discussões em nível de futuro, seja considerando um olhar interno (nota máxima 3) ou um olhar externo (nota máxima 4).

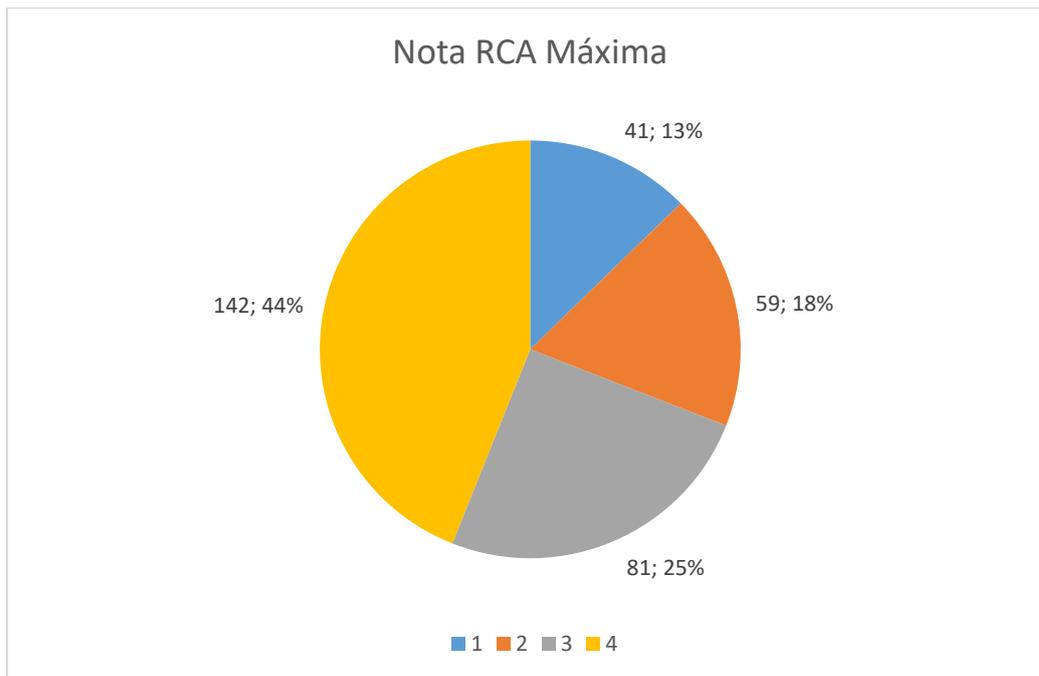


Figura 9 – Classificação das empresas pela nota máxima das RCAs de 2018

Fonte: Elaboração própria

Assim, de forma descritiva, rejeita-se a hipótese 1 desta pesquisa, posto que a maior parte das empresas brasileiras apresentou temáticas projetivas de alto valor estratégico em suas reuniões do conselho de administração em 2018.

Como procedimento adicional, essa hipótese também pode ser testada estatisticamente por meio de teste de hipóteses para uma proporção populacional. Partindo da hipótese de que a maioria das empresas não terá reuniões de alto teor estratégico, tem-se que:

$$H_0 : p = 0,5$$

$$H_1: p < 0,5$$

Com estatística de teste:

$$Z = \frac{p^{\wedge} - p_0}{\sqrt{\frac{p_0(1 - p_0)}{n}}}$$

Considerando que 31% da amostra efetivamente não teve reuniões de alto teor estratégico (notas máximas de reunião 1 e 2), então $p^{\wedge} = 0,31$ (p calculado), e $p_0 = 0,5$ (p hipotetizado), sendo $n = 323$ empresas. Tem-se

assim que $Z = -6,829$, logo rejeita-se H_0 a 5% de significância conquanto $z < -1,645$.

4.2

Resultado da Regressão

Conforme descrito na metodologia, foi utilizada a regressão linear múltipla para verificar se os dados referentes aos atributos do conselho e às características das empresas são capazes de prever o teor estratégico das reuniões do conselho.

A preparação da base envolveu o tratamento de outliers, como já mencionado na metodologia. Foram eliminados os dados de variáveis padronizadas com desvio padrão superior a + 3 desvios padrão ou inferiores a -3 desvios padrão. As eliminações ocorreram em: quantidade de reuniões do conselho (limite superior), quantidade de membros nas reuniões (limite superior), idade média do conselho (limite inferior), ativo total (limite superior), idade da empresa (limite superior) e amplitude de idade do conselho (limite superior).

Adicionalmente, rodando o modelo pelo método stepwise do SPSS, foram identificados 3 casos outliers para a variável dependente Nota_RCA_Média que corresponde à nota média das reuniões do CA: Metisa (4), Petrorio (0) e Santos Bpr (3,69). Esses casos foram eliminados para ajuste final do modelo.

Como comentado em metodologia, o modelo atendeu às premissas de regressão: quantitativo de 20 casos para cada variável preditora, independência entre os casos, relação linear entre variável dependente e independentes e ausência de multicolinearidade (as únicas variáveis independentes correlacionadas foram CA_FEM e CA_FEM_PER com correlação igual a 0,818). Ao rodar o modelo, demais requisitos de homocedasticidade, normalidade dos resíduos e ausência de correlação nos resíduos foram verificados, neste último com Durbin-Watson igual a 1,863.

A tabela abaixo mostra o resultado do modelo obtido com todas as variáveis simultaneamente. As variáveis estatisticamente significativas nesse modelo foram quantidade de RCA, idade média do CA e setor, se intensivo em conhecimento, nesse caso, negativamente relacionado.

Tabela 5 –Variáveis Selecionadas pelo Modelo

Variável	β	p-valor
CA_Qtde	0,03	0,09
Qtde_RCA	0,04	0,00*
CA_IND	0,00	0,14
CA_FEM	-0,16	0,18
CA_IDA_MED	0,01	0,02*
KIB	-0,17	0,02*
CA_DUA	-0,03	0,78
CA_CNE	0,00	0,50
CA_FEM_PER	0,00	0,86
CA_IDA_AMP	0,00	0,24
CA_FORM_AMP	0,01	0,89
Idade	0,00	0,57
AT	0,00	0,24
Controle_1	0,00	0,47

Fonte: Elaboração Própria

(*) p-valor < 0,05

4.3

Modelo Preditivo e Teste de Hipóteses

Alternativamente ao modelo proposto acima, sugere-se um modelo alternativo, a fim de obter um modelo com maior parcimônia em relação à quantidade de variáveis. O modelo será então utilizado para debater as hipóteses traçadas no estudo.

Neste caso, a análise resultou em um modelo estatisticamente significativo [F (6,282) = 18,989; p < 0,001; R² ajustado= 0,264].

A quantidade de reuniões de CA ($\beta = 0,326$; t = 6,394; p < 0,001), a quantidade de membros no CA ($\beta = 0,156$; t = 2,738; p < 0,05), a quantidade de conselheiros independentes ($\beta = 0,119$; t = 2,223; p < 0,05), a presença feminina no CA ($\beta = -0,116$; t = -2,278; p < 0,05), a idade média do conselho

($\beta = 0,121$; $t = 2,374$; $p < 0,05$), e o setor, se intensivo em conhecimento ($\beta = -0,124$; $t = -2,447$; $p < 0,05$) são previsores do teor de estratégico das reuniões do CA.

A equação que descreve essa relação é:

$$INOVA_CA_{it} = \alpha_{it} + 0,038 Qtde_RCA_{it} + 0,042 CA_Qtde_{it} + 0,003CA_IND_{it} - 0,167CA_FEM_{it} + 0,009CA_IDA_MED_{it} - 0,177KIB_{it} + \varepsilon_{it}$$

Diante do resultado apontado, temos o seguinte resumo sobre o teste de hipóteses referentes aos atributos do conselho e às características da empresa associados o teor estratégico das reuniões do conselho:

Tabela 6 – Resultado do Teste de Hipóteses

Resultado	Hipóteses	Variável	β	p-valor
Confirmada	Hipótese 2a: Conselhos maiores são mais estratégicos.	CA_Qtde	0,042	0,007
Confirmada	Hipótese 2b: Conselhos com reuniões mais frequentes são mais estratégicos.	Qtde_RCA	0,038	0
Confirmada	Hipótese 3c: Conselhos com maior proporção de conselheiros independentes são mais estratégicos.	CA_IND	0,003	0,027
Rejeitada	Hipótese 4a: Conselhos mais diversificados quanto à presença de mulheres são mais estratégicos.	CA_FEM	-0,167	0,023
Rejeitada	Hipótese 4d: Conselhos com faixa etária média menor são mais estratégicos	CA_IDA_MED	0,009	0,018
Rejeitada	Hipótese 5d: Conselhos de empresas de setores intensivos em conhecimento são mais estratégicos.	KIB	-0,177	0,015
Não suportada	Hipótese 3a: Conselhos com estrutura de liderança do tipo não dualidade de CEO são mais estratégicos.	CA_DUA		
Não suportada	Hipótese 3b: Conselhos de composição não executiva são mais estratégicos.	CA_CNE		
Não suportada	Hipótese 4b: Conselhos mais diversificados com maior proporção de participação feminina são mais estratégicos	CA_FEM_PER		
Não suportada	Hipótese 4c: Conselhos mais diversificados quanto à amplitude de faixa etária são mais estratégicos	CA_IDA_AMP		
Não suportada	Hipótese 4e: Conselhos mais diversificados quanto à heterogeneidade de formação acadêmica são mais estratégicos	CA_FORM_AMP		
Não suportada	Hipótese 5a: Conselhos de empresas mais jovens são mais estratégicos.	Idade		

Não suportada	Hipótese 5b: Conselhos de empresas maiores são mais estratégicos.	AT		
Não suportada	Hipótese 5c: Conselhos de empresas com controle mais concentrado são mais estratégicos.	Controle_1		

Fonte: Elaboração própria

Observa-se, pela Tabela 5, que, como era previsto, conselhos maiores com reuniões mais frequentes são mais estratégicos, apontando para a relevância da contributividade. Também conforme previsão inicial, conselhos com maior proporção de conselheiros independentes são mais estratégicos, destacando o importante papel desempenhado pela figura dos independentes.

Contrariamente ao previsto, no entanto, presença das mulheres em conselho e conselhos mais jovens não estão relacionados a conselhos mais estratégicos, pelo contrário. E ainda, também não é possível afirmar que empresas de setores intensivos em conhecimentos estão relacionadas a conselhos mais estratégicos, quando foi encontrada uma relação negativa entre esses fatores.

Em relação às variáveis tamanho do conselho (CA_Qtde) e quantidade de reuniões do conselho (Qtde_RCA) observa-se uma relação positiva e estatisticamente significativa com os conselhos estratégicos. Essa relação enaltece o aspecto da contributividade, ou seja, aumentar a base do CA é aumentar o acesso a recursos, enquanto que aumentar a quantidade de reuniões do conselho significa aumentar o número de oportunidade de fazer uso desses recursos. Esses achados possuem relevância do ponto de vista prático, na medida que oferecem uma diretriz clara sobre o direcionamento a tomar para obter conselhos mais estratégicos, mas também, do ponto de vista teórico, reforçam os pressupostos da teoria de dependência dos recursos, para a qual o CA é um conjunto de conhecimento, habilidades, experiência, reputação e contatos, entendido que o potencial de contribuição do conselho depende do seu capital humano e social (Arzubiaga, 2018).

Em relação à independência dos conselhos, observa-se uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a proporção de conselheiros independentes e o nível estratégico do CA. Essa relação pode ser um indicativo, conforme pressuposição inicial, de que no Brasil a presença de conselheiros independentes seja especialmente importante para que os conselhos possuam uma atuação mais efetiva, existam de fato e não apenas no papel, como é comum em empresas familiares (Arzubiaga, 2018).

Em relação à presença feminina nos conselhos, contrariamente à expectativa baseada nas teorias que preconizam a diversidade, não foi observada uma relação positiva com os conselhos estratégicos. Destaca-se que, diferentemente da medida de conselheiros independentes, a presença feminina não é requisito para obtenção de nenhum caráter distintivo na bolsa de valores brasileira. A presença de independentes é necessária e requisito para o pertencimento a níveis diferenciados de governança corporativa, o que permite uma reputação e visibilidade diferenciados no mercado de capitais. Cumpre observar que a proporção de mulheres não se mostrou significativa no modelo completo e o coeficiente naquele modelo foi zero, de forma que não foi possível confrontar os achados com a teoria da massa crítica. São esperados maiores estudos a fim de aprofundar as circunstâncias dessa relação.

Em relação à idade média do conselho, não foi verificada a hipótese de que uma idade média mais jovem estaria relacionada a um conselho mais estratégico, pelo contrário, observa-se, pela relação positiva entre o CA estratégico e a idade média do CA. Assim, um CA mais sênior, possivelmente, é capaz de conduzir o CA para discussões mais avançadas e estratégicas da empresa, valorizando por exemplo a experiência dos conselheiros. Nesse sentido, pode-se também considerar um reforço para a teoria da dependência dos recursos no quesito experiência. Esse achado se coaduna pesquisa realizada mediante entrevistas com conselheiros no Brasil, onde foi identificado que trajetória e acúmulo de experiências seriam primordiais na indicação ao CA, tendo como única exceção a especialização, entendida como o domínio de uma determinada área do

conhecimento, que poderia se justificar quando estritamente necessária em um dado momento e por exigência imposta pela estratégia adotada pela empresa (FERNANDES; OLIVA; KUBO, 2020). Ressalta-se que uma possível explicação para esse resultado é que o posicionamento de pessoas jovens no CA pode encontrar resistência ante aos demais membros, como exposto por um dos conselheiros entrevistados na referida pesquisa *“Para desempenhar seu papel no Conselho de Administração, você tem que ter vivência profissional que te permita isso, senão é apenas uma opinião”* (FERNANDES; OLIVA; KUBO, 2020, p.128). Assim, a relação positiva entre senioridade do CA e um conselho estratégico pode ser estudada sob outros ângulos, a fim de verificar, por exemplo, se em diferentes contextos do CA o nível de contribuição do conselheiro mais sênior é realmente mais relevante.

Por fim, em relação às características da empresa, somente mostrou-se significativa a relação entre empresas pertencentes a setores intensivos em conhecimento e conselhos estratégicos, apresentando, no entanto, uma relação negativa. Como comentado na Tabela de Variáveis, os setores intensivos em conhecimento compreenderam os quatro Grupos Setoriais – IBI segunda edição, de acordo com os Grupos Pintec 2005 de intensidade de P&D: Grupo 1 - Alta Tecnologia, Grupo 2 - Médio-alta Intensidade Tecnológica, Grupo 3 - Médio-baixa intensidade tecnológica, e Grupo 4 - Baixa intensidade tecnológica. Assim, adaptados no Econômica para a classificação de Subsetor Bovespa, conforme adequação feita por Murro et al (2016), os subsetores de material de transporte, computadores e equipamentos, programas e serviços, equipamentos elétricos, automóveis e motocicletas, e serviços, petróleo, gás e biocombustíveis, máquinas e equipamentos, químicos, saúde, utilidades domésticas, produtos de uso pessoal e de limpeza, telefonia fixa, telefonia móvel e gás foram considerados de alta e médio alta intensidade tecnológica e os setores de embalagens, materiais diversos, tecidos e vestuário e calçados, fumo, madeira e papel, mineração, siderurgia e metalurgia, alimentos processados, bebidas, mídia e outros, de médio baixa e baixa intensidade tecnológica, todos eles, no entanto, para fins desse estudo, foram

considerados como setor intensivo em conhecimento. O coeficiente negativo pode apontar para o fato de que empresas intensivas em conhecimento não possuem conselhos mais estratégicos, o que pode significar que essas empresas, que em geral promovem a gestão da inovação, não atribuem a seus conselhos um papel específico nesse contexto. No entanto, a fim de aprofundar esse achado, entende-se que estudos englobando, por exemplo, uma classificação mais restrita em relação aos setores considerados para fins de empresas intensivas em conhecimento pode ser necessário.

5.

ROBUSTEZ

5.1

Análise de Cluster

A análise de cluster foi empregada a fim de robustecer os resultados encontrados pela análise de regressão e também com vistas a testar a hipótese 6 desta pesquisa:

H6: Grupos de empresas com conselho mais estratégico possuem desempenho superior.

Como definido por Hair (2009), a idéia da técnica de cluster é maximizar a homogeneidade de objetos dentro de grupos, ao mesmo tempo em que se maximiza a heterogeneidade entre os grupos. Os grupos a serem formados refletem a estrutura inerente dos dados e são definidos apenas pelas variáveis inseridas. Assim, o autor destaca que a seleção das variáveis pode ser feita em relação a considerações teóricas e conceituais, bem como práticas, baseado em uma teoria explícita, pesquisa anterior, ou suposição. Neste estudo, as variáveis a serem incluídas nas variáveis estatísticas de agrupamento são aquelas que apresentaram relação significativa com a variável dependente da regressão, a fim de identificar diferentes padrões de empresa ante essas características.

Ao rodar a clusterização no SPSS, diferentes possibilidades do software foram testadas para se determinar o número de clusters. A escolha do modelo foi baseada na importância relativa entre os fatores preditivos, de forma a que mais se assemelhassem à importância relativa dos coeficientes das variáveis na regressão, conforme gráfico a seguir:

Para avaliar se havia diferença significativa multivariada entre os centroides dos clusters formados foram realizados os testes estatísticos. Por meio da técnica estatística de MANOVA, obteve-se um Lambda de Wilks com sig igual a 0. Rejeitou-se assim a hipótese nula de não haver diferença entre os grupos, apontando existir uma diferença significativa entre pelo menos dois centroides dos clusters formados. A tabela a seguir destaca as características de cada cluster a partir das variáveis designadas (input), bem como a partir de características adicionais.

Tabela 7 – Descrição dos Clusters Formados

	Cluster 1 179 casos	Cluster 2 69 casos	Cluster 3 75 casos
<u>Inputs</u>			
Qtde de RCA	Médio RCAs	Médio/Mais RCAs	Poucas RCAs
Qtde de Membros no CA	Médio/mais membros no CA	Muitos membros no CA	Poucos membros no CA
Proporção independentes no CA	Com Independentes	Com Independentes	Sem Independentes
Presença Feminina no CA	Sem presença feminina no CA	Presença feminina no CA	Com ou Sem Mulheres
Idade Média do CA		Idade média CA + sênior	Idade média CA + jovem
Setor Intensivo Conhecimento	KIB sim e não	KIB sim e não	KIB não
<u>Adicionais</u>			
Idade da Empresa	Empresas mais jovens	Empresas mais velhas	Idade média
Tamanho da Empresa	Empresas médias	Empresas maiores	Empresas menores
Controle Acionário			Controle mais concentrado
Amplitude formação no CA		Alta Diversidade formação	Baixa Diversidade formação
<u>Governança</u>			
Segmento Especial de Governança	Sim	Sim	Não
Novo Mercado	Sim	Não	Não
<u>Conselho Estratégico</u>			
Nota RCA_Média	2,1	2,12	1,63
Nota RCA_Máxima	3,2	3,29	2,21
<u>Denominação</u>	Conselhos Emergentes Estratégicos	Conselhos Maduros Estratégicos	Conselhos Legalistas

Fonte: Elaboração própria

Como pode ser visto na Tabela 6, o grupo 3 possui características claramente distintas dos demais. É um cluster formado por 75 empresas, que realiza poucas reuniões do conselho, possui conselho com poucos membros, sem independentes, onde o controle é mais concentrado e que não pertence aos segmentos especiais de governança da Bovespa. Muitas holdings financeiras ou empresas familiares encontram-se neste grupo. Essas características apontam para um conselho do tipo legalista, recebendo por isso essa denominação neste estudo. É o grupo que possui menor nota para a variável Nota_RCA_Média com RCA_média de 1,63 e RCA_máxima de 2,21. Verifica-se assim que se tratam de conselhos que raramente extrapolam uma pauta legalista.

O grupo 1 é aquele com maior número de casos, composto por 179 empresas enquanto o grupo 2 é formado por 69 empresas. O grupo 1 possui empresas com elevado número de reuniões e de membros no conselho, embora o destaque máximo nesses quesitos seja o grupo 2. Ambos se caracterizam pela presença de conselheiros independentes, mas somente o grupo 2 registra presença feminina no conselho.

O grupo 2 possui ainda como características: ser formado por empresas maiores, um conselho de idade média mais sênior e empresas com mais idade. Trata-se, portanto, de um conselho mais maduro.

O grupo 1 se caracteriza por serem empresas médias e mais jovens, podendo ser, portanto, caracterizado como conselhos emergentes.

Embora os grupos 1 e 2 se caracterizem por empresas que pertencem aos segmentos especiais de governança da Bovespa, o grupo 1 se caracteriza ainda por alto pertencimento de empresas ao Novo Mercado, o maior nível de governança dentre os segmentos listados.

Observa-se que em relação à variável chave Nota_RCA_Média, os grupos 1 e 2 possuem desempenho bastante parelhos, com nota de RCA_média de aproximadamente 2,1. Já na nota RCA_máxima, que caracteriza a maior nota das reuniões das empresas, destacam-se nos dois grupos notas acima de 3, ou seja, quase todas essas empresas atingiram agendas de reuniões de conselho em nível estratégico, abordando temáticas projetivas para a organização. Por isso, os dois grupos foram caracterizados como conselhos estratégicos sendo que o grupo 1 se caracteriza por um conselho emergente estratégico e o grupo 2 um conselho maduro estratégico.

5.1.1

Desempenho

Para testar a hipótese 6, com base nos grupos criados a partir da aplicação da técnica de clusterização, serão utilizadas diferentes variáveis de

desempenho para aferir se há diferença entre os grupos. A MANOVA mostrou que há efeito do cluster sobre os indicadores de desempenho [Traço de Pillai = 0,104; $F(8,472) = 3,239$; $p < 0,005$].

Utilizou-se também a técnica de ANOVA para avaliar se os grupos apresentavam diferença estatística entre os indicadores desempenho. O resultado está no quadro a seguir:

Quadro 3 – Resultado da ANOVA

		ANOVA				
		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Nota_RCA_média	Between Groups	12,897	2	6,448	14,607	,000
	Within Groups	141,261	320	,441		
	Total	154,157	322			
TSV_médio	Between Groups	2205,113	2	1102,556	2,945	,054
	Within Groups	98450,581	263	374,337		
	Total	100655,694	265			
ROA_médio	Between Groups	124093,588	2	62046,794	8,916	,000
	Within Groups	2226909,536	320	6959,092		
	Total	2351003,124	322			
ROE_médio	Between Groups	126379,613	2	63189,807	3,538	,030
	Within Groups	5215781,278	292	17862,265		
	Total	5342160,891	294			

Fonte: Output do SPSS

Observa-se pelo Quadro 3 que a somente no caso de TSV_médio (Total Shareholder Value médio) não existem diferenças significativas entre os grupos ($\text{sig} > 0,05$), conquanto para Nota_RCA_Média que corresponde à variável Nota_RCA_Média, ROA_Médio e ROE_Médio pode-se afirmar que pelo menos em dois grupos existe diferença significativa de desempenho.

Para verificar onde está a diferença, foi realizada uma análise de post-hoc. Considerando que a amostra violou as premissas de normalidade e homogeneidade das covariâncias, optou-se pelo teste de Tamhane.

Quadro 4 – Post Hoc Anova

Multiple Comparisons

Tamhane

Dependent Variable	(I) CLUSTER	(J) CLUSTER	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
						Lower Bound	Upper Bound
Nota_RCA_média	1	2	-,02277	,10119	,994	-,2681	,2225
		3	,46643 [*]	,08724	,000	,2557	,6772
	2	1	,02277	,10119	,994	-,2225	,2681
		3	,48920 [*]	,11460	,000	,2121	,7663
	3	1	-,46643 [*]	,08724	,000	-,6772	-,2557
		2	-,48920 [*]	,11460	,000	-,7663	-,2121
TSV_médio	1	2	-6,84255	3,40278	,137	-15,1474	1,4623
		3	-3,24592	3,96602	,802	-13,0399	6,5481
	2	1	6,84255	3,40278	,137	-1,4623	15,1474
		3	3,59663	5,01862	,856	-8,5995	15,7928
	3	1	3,24592	3,96602	,802	-6,5481	13,0399
		2	-3,59663	5,01862	,856	-15,7928	8,5995
ROA_médio	1	2	-4,31192	2,40281	,206	-10,0886	1,4648
		3	45,04833	19,48156	,069	-2,5199	92,6166
	2	1	4,31192	2,40281	,206	-1,4648	10,0886
		3	49,36024 [*]	19,40780	,039	1,9558	96,7647
	3	1	-45,04833	19,48156	,069	-92,6166	2,5199
		2	-49,36024 [*]	19,40780	,039	-96,7647	-1,9558
ROE_médio	1	2	-7,06878	11,13895	,894	-33,8974	19,7599
		3	46,93086	28,21394	,272	-21,9089	115,7706
	2	1	7,06878	11,13895	,894	-19,7599	33,8974
		3	53,99964	28,06675	,164	-14,5173	122,5166
	3	1	-46,93086	28,21394	,272	-115,7706	21,9089
		2	-53,99964	28,06675	,164	-122,5166	14,5173

*. The mean difference is significant at the 0.05 level.

Fonte: Output do SPSS

Observa-se, pelo quadro acima, que para Nota_RCA_média o grupo 3 se difere dos demais, como já era esperado. Mas também para ROA_médio, o grupo 3 se difere do grupo 2. Para TSV_médio e para ROE_médio não é possível afirmar que o desempenho dos grupos é estatisticamente diferente.

A fim de visualizar essas diferenças, procedeu-se ao gráfico das médias desses indicadores de desempenho entre os grupos.

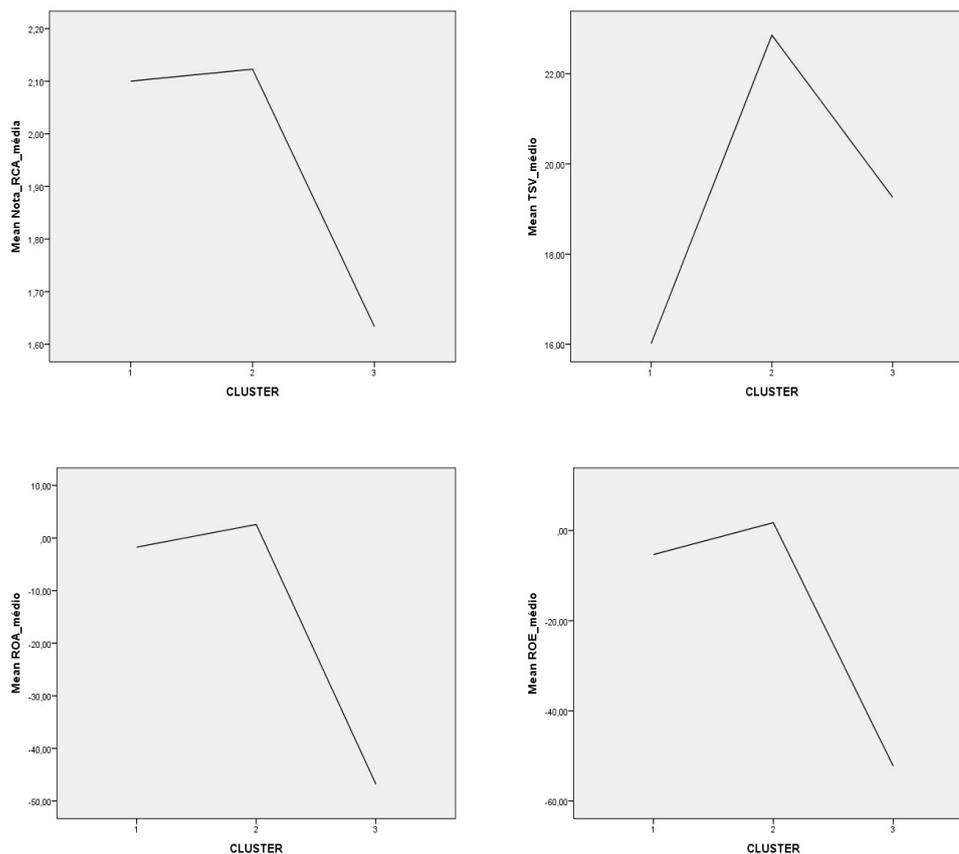


Figura 12 – Diferenças de desempenho entre os clusters

Fonte: Output do SPSS

Pela plotagem dos gráficos acima, observa-se, claramente, um desempenho inferior para o grupo 3, em Nota_RCA_média, ROA_Médio e ROE_Médio. Assim, ainda que não seja possível afirmar estatisticamente, observa-se, por inspeção, que para quase todos os indicadores de desempenho o grupo 3, que congrega os Conselhos Legalistas, possui um desempenho inferior. Este achado aponta para uma associação entre conselhos estratégicos e desempenho superior.

Nota-se que, embora não seja possível afirmar que há diferenças de desempenho entre os grupos 1 e 2, o grupo 2, por inspeção, é aquele com melhor desempenho para todos os indicadores.

Com base nas análises até aqui, observou-se que, com base nos atributos do conselho e nas características das empresas que foram significativas para identificar um conselho estratégico, foi possível identificar diferentes

padrões de grupos de empresas que possuem diferenças de desempenho. Observa-se, com nitidez, um grupo de empresas cujos atributos do conselho e características da empresa apontam para um conselho menos estratégico, e esse grupo apresentou o pior desempenho quanto à rentabilidade total dos ativos média entre os anos de 2017 e 2018.

Os outros dois grupos, cujos atributos do conselho e características da empresa possuem entre si algumas variações, mas mais nitidamente, possuíam melhores quesitos no que diz respeito a um conselho estratégico, tiveram desempenho superior. Dessa forma, a hipótese 6 não foi rejeitada.

5.2

Regressão Logística Binária

Adicionalmente, como teste de robustez, foi realizada uma análise de regressão logística. Como exposto por Hair (2009), a regressão logística difere da regressão múltipla no sentido de que ela foi especificamente elaborada para prever a probabilidade de um evento ocorrer. A aplicação da técnica nesse estudo pode complementar os resultados obtidos na regressão múltipla, ao verificar se o conjunto de variáveis explanatórias para estimar a probabilidade de ocorrência de um conselho estratégico se aproxima dos resultados obtidos na regressão múltipla, identificando ainda as probabilidades associadas entre os preditivos e a ocorrência deste evento.

Na regressão logística, a variável dependente é binária, sendo o evento que se deseja prever designado pelo grupo codificado como 1. Em nosso estudo, estimamos que conselhos cuja Nota_RCA_média foi acima de 2 (a nota média da amostra foi 2) corresponde a um conselho estratégico, ou seja, o evento desejado. As empresas que tiveram Nota_RCA_Média abaixo de 2 foram codificadas por 0.

Para verificar a premissa de ausência de multicolinearidade, foram utilizadas as estatísticas de colinearidade, da mesma forma que na

regressão linear. O pressuposto foi atendido (tolerância > 0,1 e VIF > 10). Após a primeira previsão, foram apontados quatro outliers para o modelo, que foram eliminados.

O modelo obtido alcançou um Pseudo R² (Nagelkerke) de 0,326, de forma que 32,6% da variável dependente pôde ser explicada pelas variáveis explicativas do modelo. A diferença comparativa de verossimilhança, -2 Log Likelihood2 (-2LL) foi igual a 349,914. A regressão logística mede o ajuste da estimação do modelo com o valor -2 vezes o logaritmo do valor da verossimilhança, de forma que o valor mínimo para -2LL é 0 (HAIR et al., 2009). Por isso quanto menor o valor -2LL, melhor o ajuste do modelo.

A medida estatística seguinte é a de Hosmer e Lemeshow de ajuste geral, que mede a correspondência dos valores reais e previstos da variável dependente (HAIR et al., 2009). Foi obtida uma estatística para o teste de Hosmer e Lemeshow de 9,804, com nível de significância 0,279, um valor não-significante que aponta para um ajuste aceitável (HAIR et al., 2009).

Tabela 8 –Ajuste Geral do Modelo de Regressão Logística

2 Log Likelihood (-2LL)	349,914
Pseudo R ² (Nagelkerke)	0,326
Teste de Hosmer e Lemeshow (Quiquadrado)	9,804

Fonte: Elaboração Própria

No passo 0, quando o modelo verifica a chance de acerto imputando a todos os casos a codificação da variável dependente de maior frequência, o modelo teria 54,1% de acerto. Pela adição das variáveis explicativas selecionadas no passo 10, o nível de acerto sobe para 71,4%, uma melhora significativa no poder preditivo do modelo.

Tabela 9 –Ajuste Geral do Modelo de Regressão Logística

		Previsto		
		CA_Estratégico 0	1	Percentual de Acerto
Passo 0	CA_Estratégico	0		
		172	0	100
		146	221	0
	% Acerto Geral			54,1
Passo 10	CA_Estratégico	0		
		131	41	76,2

	1	50	96	65,8
% Acerto Geral				71,4

Fonte: Elaboração Própria

O modelo, por meio do método *backward stepwise (likelihood ratio)*, atingiu, no passo 10, as variáveis presentes na Tabela 9. Observa-se que as variáveis referentes a quantidade de reuniões do conselho, quantidade de membros do conselho, setor intensivo em conhecimento, participação do acionista majoritário foram significativas a 10%. Somente a variável referente a controle acionário teve sinal negativo, o que significa nesse caso que menor presença de um acionista controlador principal aumenta a chance de um conselho estratégico.

Tabela 10 – Variáveis Selecionadas pelo Modelo

Variáveis	β	$\exp(\beta)$	Sig.
Qtde_RCA	0,134	1,143	0,000
CA_Qtde	0,111	1,117	0,065
CA_CNE	0,018	1,018	0,600
Controle_1	-0,009	0,991	0,055
KIB	0,773	2,166	0,007

Fonte: Elaboração Própria

Assim, um conselho estratégico pode ser previsto pelos seguintes fatores: quantidade de reuniões do CA (OR = 1,143; IC 95% = 1,088 - 1,201), quantidade de membros do CA (OR = 1,117; IC 95% = 0,993 - 1,258), percentual de ações do acionista controlador (OR = 0,991; IC 95% = 0,982 - 1), independência executiva do conselho (OR = 1,018; IC 95% = 0,999 - 1,038) e setor, se intensivo em conhecimento (OR = 2,166; IC 95% = 1,239 - 3,786).

Nos resultados da regressão logística, chama atenção uma relação positiva e significativa entre os setores intensivos em conhecimento e as empresas com conselhos estratégicos, na contramão dos resultados obtidos na regressão multivariada. Destaca-se que a amostra aqui foi segmentada de forma diferente, justamente para contemplar o quesito binário da regressão logística. Observa-se que, quando a definição de conselho estratégico

contempla as empresas com nota RCA_Média acima da média, há uma relação positiva com os setores definidos como intensivos em conhecimento. Pode-se inferir, diante desses resultados, que essas empresas não tendem a uma pauta no mais alto nível estratégico, mas sim, a discussões de nível operacional ou estratégico interno, com notas entre 2 e 3, por exemplo, o que justificaria os resultados destoantes.

A concentração acionária também se mostrou significativa, embora negativamente relacionada a conselhos estratégicos. Esse achado está na contramão de uma literatura que aponta que a presença massiva de um controlador, por exemplo, empresas familiares, contribui para uma atitude mais voltada para a perenidade da empresa, inclusive numa atitude de pró-inovação conforme pressupostos da teoria da procuradoria (*stewardship*) (ASHWIN; KRISHNAN; GEORGE, 2015). Os grandes acionistas tenderiam a estar mais voltados para o monitorando direto de seus interesses mas também para apoiar estratégias e buscar oportunidades de crescimento da empresa (SÁNCHEZ; GUERRERO-VILLEGAS; HURTADO GONZÁLEZ, 2017). Esse achado pode ser lido no sentido de que a independência do Conselho de Administração é inversamente relacionada com a concentração do controle acionário das empresas no sentido (SCHIEHLL; SANTOS, 2004), de forma que nessas empresas onde há concentração acionária, há menos espaço para que o conselho, fazendo uso de critérios de independência, possa existir mais funcionamente.

Destaca-se que a existência de um conselho não executivo também aparece positivamente relacionada a conselhos estratégicos na equação, ainda que não significativo a 5%. Mais um indicativo em linha com o estudo de Schiehl e Santos (2004) onde foi identificado que a proporção de *outsiders* no Conselho de Administração é menor entre empresas possuindo um acionista controlador na estrutura de capital social. Assim, o que essas duas variáveis chamam atenção é o aspecto da independência do CA em associação a conselhos estratégicos.

A quantidade de reuniões também foi significativa a 5% e positivamente relacionada a conselhos estratégicos. Observa-se que a quantidade de

membros no CA também se mostra positivamente relacionada a conselhos estratégicos na equação, ainda que não tenha sido significativa a 5%. São indicativos que reforçam o aspecto da contributividade do CA para uma atuação estratégica, como já identificado na regressão multivariada.

Por fim, considerando as variáveis selecionadas pelo modelo e os coeficientes propostos, pode-se designar o modelo preditivo de um conselho estratégico pela seguinte equação:

$$P \left(\begin{array}{l} \text{conselho} \\ \text{estratégico} \end{array} \right) = \frac{e^{(-3,821+0,134 Qtd_{RCA}+0,111 CA_{Qtd}+0,018 CA_{CNE}-0,009 Controle_1+0,773 KIB)}}{1 + e^{(-3,821+0,134 Qtd_{RCA}+0,111 CA_{Qtd}+0,018 CA_{CNE}-0,009 Controle_1+0,773 KIB)}}$$

6.

DISCUSSÕES E RECOMENDAÇÕES

6.1

Sumário do Estudo

O presente estudo teve por objetivo identificar os atributos do conselho e as características da empresa associados a um conselho de administração estratégico. O papel estratégico do conselho de administração não é algo recente. Na literatura de governança remonta aos estudiosos da teoria de dependência dos recursos, que, numa expansão da perspectiva meramente legalista do conselho, atribuíram a este órgão o papel de executar um elo de ligação, relacionando a empresa a seu ambiente (ZAHRA; PEARCE, 1989).

No entanto, apesar das empresas reconhecerem as funções de apoio estratégico e aconselhamento à administração, uma ênfase teórica desde a década de 1970 (ZAHRA; PEARCE, 1989), a verdade é que os sistemas legais, os códigos de governança e hoje, até a cultura social, enfatizam um papel de supervisão e monitoramento dos riscos. Assim, mundialmente, é oportuno introduzir uma nova onda de pesquisas em governança corporativa que redirecione o papel do conselho de uma empresa para melhorar a tomada de decisões gerenciais e o crescimento futuro e a criação de valor (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014).

No Brasil, essa necessidade nunca foi tão atual. Com a exposição midiática de eventos considerados escândalos do mundo corporativo e a necessária onda de responsabilização a que se deu sequencia, procedeu-se a uma postura defensiva que repercutiu em todo o sistema de governança. Em termos culturais, isso posiciona o Brasil hoje em um ambiente de aversão a falhas, intolerância ao erro, e escrutínio sobre a gestão. Existe um grande risco, como apontado por Guldiken e Darendeli (2016), de que o conselho passe a entender que sua função primordial é monitorar os executivos.

Nesse cenário, em 2018, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa levantou uma provocação para teóricos e práticos de governança⁶. A necessidade de pensar aprimoramentos no sistema de governança das empresas hoje deveria ser capaz de irromper contra um cultura de CA que promove a gestão “pelo retrovisor” e reorientar o CA para seu papel projetivo e estratégico, de um conselho que pensa o futuro da organização.

Assim, neste estudo, parte-se dessa necessidade da realidade brasileira de governança e, num intento de conciliar academia e prática, busca-se trazer luz para algumas das questões envolvendo o que é um conselho estratégico e como identificá-lo, como se organizam os atributos de um conselho estratégico, quais as características da firma que podem estar associadas a um conselho estratégico e ainda, verificar se grupos de empresas com conselhos estratégicos estão relacionadas a desempenho superior. Essas questões foram objetivos intermediários que nortearam a pesquisa.

Por meio de uma análise de conteúdo sobre 6.985 itens de pauta, de 3.084 reuniões de conselho de administração, de 325 empresas brasileiras de capital aberto em 2018, foram identificados quatro níveis no teor estratégico dos temas de discussão do conselho. A análise envolveu um sistema categórico não apriorístico (FRANCO, 2007), embora tenha utilizado em grande medida o modelo de Clarke (2018) quanto à estrutura das funções do conselho de administração.

De forma análoga ao exposto por esse autor, as temáticas de trabalho do conselho associadas ao futuro, objeto de apreciação deste estudo, foram subdivididas em duas: internas à organização, especialmente em termos conceituais e normativos, como políticas, orçamentos, e regimentos internos, e externas à organização, do ambiente da empresa, tratando especialmente de negócios, formulando e pensando estratégias de crescimento. Diferentemente de Clarke (2018), no entanto, temas com foco

⁶ Destaca-se, para os práticos de governança, o tema central do 19º Congresso do IBGC, de 2018, sob o tema Ecossistema de Governança: Inovação e Legado com livro no tema Governança e Inovação. No fórum acadêmico, destaca-se a ênfase do business case do XXI SemeAd - Seminários em Administração - FEA/USP, de 2018, com apresentação do IBGC igualmente sob o título Governança Corporativa e Inovação.

no passado e no presente foram reorganizados, nesse estudo, em categorias (1) legalistas, burocráticas ou protocolares e (2) operacionais e decisões táticas, como operações financeiras.

Assim, a análise de conteúdo sobre os itens de pauta das reuniões do conselho de administração das empresas brasileiras de 2018 resultou em um sistema de quatro categorias de acordo com o teor estratégico do tema, em que o termo estratégico designa pautas associadas a perspectivas futuras⁷ (CLARKE, 2018) da empresa.

As categorias criadas para classificação dos temas dos itens de pauta então foram: (1) Protocolar / Legal; (2) Decisão tática / Operacional / Assuntos técnicos; (3) Formulação de Políticas/ Regimentos / Futuro conceitual e (4) Pauta Estratégica / Plano negócios futuros. Assumiu-se ainda, neste estudo, que a reunião teria a nota relativa ao seu item de pauta de gradação mais elevada. O racional é de que, independente da quantidade de itens de pauta discutidos, o importante neste caso, para identificar um conselho estratégico é verificar se existe uma agenda designada para a discussão de assuntos de uma perspectiva futura da empresa, ou seja, se o conselho reserva espaço para desempenhar seu papel estratégico. Definiu-se ainda que a nota da empresa em 2018 era representada pela média das notas das RCAs daquele ano, no sentido de identificar o padrão das reuniões da empresa.

Assim, verificou-se que das 3.084 reuniões de conselho de 2018, 1300 (42%) tratavam apenas de temáticas de nível 1 (assuntos protocolares e legalistas), 827 (27%) tiveram nota 2, o que significa que ainda que tivessem temas de pauta de nível 1, traziam também discussões de assuntos táticos operacionais. Já, com discussão em temas de pautas futuras, 576 (19%) reuniões tiveram nota 3 e 363, ou seja, 12% das reuniões de conselho de 2018 tiveram temáticas relacionadas a estratégia de negócios. Esse índice reafirma que a maior parte das reuniões (42%) tem como único objetivo atender a uma pauta legalista, e uma pequena

⁷ Tradução nossa para “*Forward looking*”.

parcela das reuniões (12%) reserva uma agenda de ênfase em temas estratégicos ao negócio.

Das 323 empresas para as quais há dados válidos, 173 (53%) obtiveram nota de reunião de conselho média entre 1 e 2, onde predominam portanto temas legalistas. Para 119 empresas (37% da amostra), a nota média das reuniões ficou entre 2 e 3, ou seja, predomínio de temáticas operacionais. E para 31 empresas (10%), a nota das reuniões de CA de 2018 ficou acima de 3, ou seja, para 10% das empresas existe uma constância de discussão de pautas de perspectivas futuras nas reuniões de CA. Na média, as empresas brasileiras apresentaram nota para as reuniões de conselho de 2018 igual a 2.

Aplicando a técnica de regressão multivariada, obteve-se que a quantidade de reuniões de CA ($\beta = 0,326$; $t = 6,394$; $p < 0,001$), a quantidade de membros no CA ($\beta = 0,156$; $t = 2,738$; $p < 0,05$), a quantidade de conselheiros independentes ($\beta = 0,119$; $t = 2,223$; $p < 0,05$), a presença feminina no CA ($\beta = -0,116$; $t = -2,278$; $p < 0,05$), a idade média do conselho ($\beta = 0,121$; $t = 2,374$; $p < 0,05$), e o setor, se intensivo em conhecimento ($\beta = -0,124$; $t = -2,447$; $p < 0,05$) são fatores preditivos do teor estratégico dos conselhos de administração.

A quantidade de reuniões de CA e a quantidade de membros no CA, positivamente relacionados a um conselho estratégico, reforçam os pressupostos da teoria de dependência de recursos ((HILLMAN; DAZNIEL, 2003; ZAHRA; PEARCE, 1989) para quem o CA é visto em seu potencial potencial de trazer recursos para a empresa, com um conjunto de conhecimento, habilidades, experiência, reputação e contatos (ARZUBIAGA, 2018). Do ponto de vista prático, o tamanho do conselho e a quantidade de reuniões apontam para o aspecto da contributividade, ou seja, além de ser importante compor um quantitativo de conselho capaz de representar contribuições efetivas à organização, é importante criar oportunidades por meio da frequência de reuniões para fazer uso desses recursos.

A relação positiva entre conselheiros independentes e um conselho estratégico reforça o argumento do contexto no Brasil entre concentração acionária e independência (SCHIEHLL; SANTOS, 2004), de forma que, aumentar a independência do conselho diante de empresas com um histórico tradicional e familiar, pode ser uma medida efetiva para que os CAs existam de fato e não apenas no papel (ARZUBIAGA et al., 2018).

A senioridade do CA também foi uma medida associada a conselhos estratégicos, contrariando a hipótese de que um conselho mais jovem seria mais aberto a discussão de assuntos estratégicos, de inovação e relativo aos negócios futuros. Esse achado reforça também aspectos da teoria de dependência de recursos (HILLMAN; DAZNIEL, 2003; ZAHRA; PEARCE, 1989). Do ponto de vista prático, esse resultado pode ser futuramente melhor analisado, se características dos conselheiros referentes à experiência progressiva são exigidas no momento de indicação à vaga (FERNANDES; OLIVA; KUBO, 2020) e se realmente a indicação por conselheiros mais experientes se reverte em debates mais estratégicos no CA, e se isso está relacionado a aceitação no grupo ou à efetiva utilização da experiência para gerar valor para o negócio.

A presença feminina e o pertencimento da empresa a setores intensivos em conhecimento estiveram, ao contrário das hipóteses iniciais, negativamente relacionadas a conselhos estratégicos. No caso da presença feminina, os resultados obtidos por meio da aplicação da técnica de clusters contribuíram para identificar grupos de empresas com ou sem esse fator. Destaca-se que, diferentemente da presença de conselheiros independentes, a presença feminina não é requisito para adesão a níveis diferenciados de governança. Observou-se, assim, que um grupo de empresas jovens, de médio porte, o maior dos três grupos formados a partir da aplicação da técnica, em sua maioria empresas pertencentes ao Novo Mercado, contavam com a presença de independentes e não contavam com presença feminina nos conselhos, como é praxe (GUERRA; SANTOS, 2017; LAY; GONÇALVES; DA CUNHA, 2017). Esse grupo de empresas influenciou a associação negativa entre presença feminina e conselho estratégico. Não obstante, em termos teóricos, essa associação contraria

os pressupostos de que diversidade no conselho tende a gerar discussões mais profícuas em vista da diversidade de pontos de vista (BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018).

Quanto à associação negativa entre pertencimento da empresa a setores intensivos em conhecimento e conselhos estratégicos, pode-se, à luz dos resultados da técnica de regressão logística, interpretar que predominam pautas de assuntos táticos operacionais nessas empresas, de forma que, quando a linha de corte foi estabelecida com empresas de nota de RCA média superior a 2 a associação com conselhos estratégicos foi positiva. Uma possível interpretação que pode ser testada em estudos futuros é de que, dada a natureza da atividade, essas empresas estabeleçam fóruns mais específicos para a discussão de negócios e inovação, como um comitê técnico de assessoramento, por exemplo.

Com o auxílio da técnica de clusterização, verificou-se que existem grupos de empresas distintos quanto aos atributos do conselho (quantidade de reuniões de CA, a quantidade de membros no CA, a quantidade de conselheiros independentes, presença feminina no CA e idade média do conselho) e a características da empresa (o setor, se intensivo em conhecimento) que estão associados ao nível estratégico do CA. Foram identificados três padrões de empresas: (1) conselhos legalistas, (2) conselhos maduros estratégicos e (3) conselhos emergentes estratégicos. Verificou-se, por meio de técnica estatística, que existia pelo menos uma diferença entre os centroides dos clusters formados. E ainda, que os grupos dos conselhos estratégicos superava o desempenho do grupo de conselhos legalistas medido em termos de retorno sobre o ativo médio de 2017 e 2018. Destaca-se que, embora não tenha sido verificada uma diferença estatística de desempenho entre os grupos de conselhos estratégicos, por inspeção, observou-se claramente que o grupo de empresas que possui conselhos legalistas possui desempenho inferior aos dois grupos de conselhos estratégicos.

Por fim, por meio da técnica de regressão logística binomial, a amostra foi dividida em duas, tendo sido considerado conselho estratégico, para efeito

de aplicação desta técnica, aquelas empresas que receberam nota média de 2018 acima de 2 (sendo que 2 foi a nota média das empresas em 2018). O objetivo foi identificar os atributos do conselho e as características da empresa que explicavam a razão de sucesso dos conselhos mais estratégicos da amostra. O modelo contendo quantidade de reuniões do CA, quantidade de membros do CA, percentual de ações do acionista controlador, independência executiva do conselho e setor, se intensivo em conhecimento, foi significativo [$X^2(5) = 75,580$; $p < 0,001$; R^2 Nagelkerke = 0,326] e apresentou um aumento de 17% no percentual de acerto do modelo com previsores (71% de acerto) em relação ao modelo nulo (54% de acerto).

Os resultados da regressão logística apontam para aspectos da independência, uma vez que a concentração acionária esteve negativamente relacionada aos conselhos estratégicos e a presença de independentes esteve positivamente relacionada. Ainda, reforça-se que um conselho não executivo, ou seja, com independência em relação à gestão, também está positivamente associado a um CA mais estratégico.

Na leitura de sinais, pode-se chamar atenção também para a contributividade, uma vez que tamanho do conselho e quantidade de reuniões estiveram positivamente relacionados ao conselho estratégico. E, como já comentado, na regressão logística ficou claro que empresas de setores intensivos em conhecimento, embora não estivessem gradativamente relacionadas a temáticas de maior teor estratégico, no caso de uma divisão da amostra em duas, mostrou-se uma associação mais clara com conselhos estratégicos. Sugere-se, para estudos futuros, verificar essa associação entre as variáveis com outros modelos de curva, por exemplo em forma de “u” invertido, no sentido de predominarem nessas empresas temáticas de reuniões do conselho de aspectos mais operacionais, sob a hipótese de temáticas mais específicas de inovação e negócios serem tratadas em outros fóruns.

6.2

Discussão dos Resultados

A hipótese inicial desta pesquisa previa que a maioria das empresas brasileiras não possui reuniões de conselho de alto conteúdo estratégico. No entanto, pela apresentação descritiva dos dados e por teste estatístico realizado, rejeitou-se a hipótese 1, posto que a maior parte das empresas brasileiras (69%) apresentou reuniões onde temas projetivos fizeram parte da pauta de 2018, ou seja, nota de RCA máxima superior a 3. Não obstante, pode-se afirmar que a maioria das reuniões de conselho (42%) ainda se refere a temas legalistas.

Os resultados do modelo de regressão apresentados confirmaram as hipóteses de que uma quantidade maior de reuniões de CA, uma quantidade maior de membros no CA e uma quantidade maior de conselheiros independentes são atributos preditivos de um conselho estratégico. Por outro lado, contrariamente ao previsto, a presença feminina no CA, uma idade média do conselho mais jovem e o setor da empresa, se intensivo em conhecimento, são fatores negativamente relacionados a um conselho estratégico.

Os resultados apresentados trazem destaque para a questão da contributividade. Ressalta-se que as duas variáveis (quantidade de reuniões e quantidade de membros no CA) que reuniam esse aspecto se mostraram significativas no modelo, sendo ainda reforçadas pelo modelo de regressão logística no qual também se mantiveram significativas a 10%. Esse achado reforça a tese da teoria da dependência dos recursos, para a qual o conselho é um provedor de recursos tais como conhecimentos, habilidades, experiência, reputação e contatos (ARZUBIAGA et al., 2018), de forma que o aumento no quantitativo de membros do conselho promove o aumento na base de provedores de recursos, e o aumento na frequência das reuniões faz aumentar as oportunidades de empregar esse potencial para fins estratégicos. Como destacado por Mccahery e Vermeulen (2014), mais do que saber a importância do papel estratégico do CA, é importante

que os conselhos tenham tempo suficiente para executar adequadamente essa função. Assim, uma contribuição importante da pesquisa é enfatizar que, para se ter um conselho estratégico, é primordial ter meios de prover o conselho com os recursos necessários à organização e oportunidades para que esses recursos sejam engajados em prol estratégico, com frequência das atividades.

Quanto à composição do conselho, merece destaque o fato de que a presença de conselheiros independentes favorece um conselho estratégico ao passo que a presença feminina não. Pode-se inferir, inicialmente, então, que para promover um conselho estratégico, é mais importante planejar o papel de um conselheiro independente, seja homem ou mulher. Especialmente em razão das empresas brasileiras tenderem a uma concentração no controle, histórico familiar e um baixo ativismo por parte dos investidores, um conselheiro independente pode ser peça fundamental para que os conselhos das empresas brasileiras deixem de existir apenas no papel e passem a existir funcionalmente, podendo este também ser um moderador dos problemas associados ao “pensamento grupal” (*groupthink*) (BERNILE; BHAGWAT; YONKER, 2018) ou “comportamento de manada” identificado nos conselhos das empresas brasileiras (GUERRA; SANTOS, 2017).

Há que se pontuar, no entanto, que a presença feminina foi observada tendo relação negativa com conselhos estratégicos. A esse respeito, podem ser tecidas algumas considerações. A análise de cluster ajuda a clarear o que contribuiu para esse resultado na amostra. Foram identificados três agrupamentos de empresas, (1) Conselhos Emergentes Estratégicos, que não registravam a presença de mulheres no CA; (2) Conselhos Maduros Estratégicos, com a presença de mulheres no CA e (3) Conselhos Legalistas, com ou sem a presença de mulheres no CA. O grupo (1), conselhos emergentes estratégicos, concentra a maior parte das empresas, com 179 casos, e é aquele que possui a maior parte das empresas no Novo Mercado. Como destacado, é um grupo formado por empresas médias, mais jovens, de onde pode se hipotetizar que a adesão ao Novo Mercado seja um requisito importante para essas empresas se

consolidarem no mercado de capitais. Essas empresas cumprem o requisito de conselheiro independente, como previsto no normativo dos segmentos especiais de governança, mas não há disposto requisitando presença feminina. Já as empresas do grupo 2, empresas maiores e mais velhas, também em sua maior parte, pertencentes aos segmentos especiais de listagem da Bovespa, mas não necessariamente ao Novo Mercado. Pode-se hipotetizar que se tratam de empresas mais consolidadas no mercado de capitais, as quais optam por colher benefícios próprios dos seus sistemas de governança, como verificado pela alta frequência de reuniões do conselho, grande quantidade de membros no CA, alta diversidade de formação no CA, e, como tal, presença feminina no CA, não pelo motivo de cumprir um requisito de governança mas como opção. Ainda, como foi observado que o grupo (2) Conselhos Maduros Estratégicos foi aquele que apresentou, por inspeção, melhor desempenho nos indicadores de rentabilidade, os resultados podem dar suporte para a tese de Conyon e He (2017), para quem a presença de mulheres conselheiras têm um impacto positivo significativamente maior em empresas de alto desempenho em relação às de baixo desempenho, relacionando aspectos de qualidade das conselheiras em analogia ao “mercado de trabalho” na seleção da formação do conselho. Curioso destacar que, embora a variável de percentual de presença feminina no conselho não tenha sido significativa, ela também apresentou correlação negativa com a variável dependente do estudo.

Os resultados apontam ainda para a associação positiva entre um conselho mais sênior e um conselho estratégico. Observa-se que o cluster Conselhos Maduros Estratégicos de fato possui essa característica. Pode-se encontrar suporte para essa relação na teoria da dependência dos recursos, posto que, com a maturidade dos conselheiros, obtém-se também acesso a experiências e conhecimentos mais consolidados.

E, contrariamente ao esperado, empresas de setores intensivos em conhecimento estiveram negativamente relacionadas a um conselho estratégico. Observou-se que, na regressão logística, essa variável aparece positivamente correlacionada com a variável dependente, como

seria esperado. Na análise de cluster, observa-se que o padrão do grupo dos Conselhos Legalistas é de não pertencimento aos setores intensivos em conhecimento, enquanto para os dois outros grupos não há um padrão. Essa relação demanda maiores estudos para aprofundamento, podendo-se, por exemplo, considerar como setores intensivos em conhecimento somente aqueles de alta tecnologia e de média-alta intensidade tecnológica, bem como outras variáveis relacionadas a setores para clarear essa relação.

6.3

Contribuições para a Teoria e para a Prática

Esse estudo está em linha com um movimento atual mundial de governança (MCCAHERY; VERMEULEN, 2014), que repensa e enfatiza o papel do conselho na criação de valor para a companhia, a partir de sua participação estratégica. A tese possui originalidade pelo tema, base de dados utilizada, e método desenvolvido, por meio de um sistema próprio de categorias para classificar e analisar os itens de pauta das RCAS, permitindo a partir disso identificar relações com conselhos estratégicos das empresas.

Há uma série de contribuições interessantes que o presente estudo pode fomentar para o debate de governança atual, tanto do ponto de vista de contribuições teóricas quanto práticas.

Do ponto de vista teórico, os seguintes aspectos merecem destaque:

- Reforço os pressupostos da teoria de dependência de recursos, na medida em que grande parte dos resultados obtidos referentes a composição e funcionamento do conselho puderam ser melhor interpretados à luz dessa teoria;
- Contribuição para o campo de governança na medida em que utiliza uma fonte de dados pouco explorada. Enquanto a maioria dos estudos de governança utilizam métricas quantitativas para

classificar o conselho, este estudo utilizou as atas das pautas das reuniões de conselho, um insumo que pode abrir espaço para dimensões qualitativas de análise da atuação do CA, cuja importância tem sido reiterada (GORNSZTEIJN; LIKHTMAN, 2017; O'KELLEY et al., 2019) mas ainda poucos são os caminhos apontados para melhor abordar esses aspectos;

- Destaca-se, nesse sentido, a contribuição original em criar e testar um sistema de categorias para classificação dos itens de pauta de reunião. No aspecto teórico, esse modelo pode servir para novos estudos que podem já partir das categorias criadas para identificar novas relações e padrões entre as empresas, buscando também testar diferentes abordagens teóricas;
- A pesquisa foi composta de uma diversidade de métodos para análise da questão, desde uma abordagem qualitativa até três diferentes métodos de abordagem quantitativa (regressão multivariada, cluster e regressão logística). A complementariedade dos métodos permitiu, do ponto de vista teórico, maior riqueza de interpretações dos dados;
- Ressalta-se ainda o caráter exploratório que o estudo obteve, a partir da utilização de um grande número de variáveis tanto do conselho quanto da firma. Trata-se de evidenciar uma série de possíveis relações, abrindo espaço para estudos posteriores que podem se ater de forma mais profunda a alguns menores aspectos dessas relações.

Do ponto de vista prático, ressaltam-se os aspectos a seguir:

- Os resultados da pesquisa apontaram que apenas 10% das empresas possuem constância de temáticas estratégicas para os negócios. Assim, o estudo incita, inicialmente, à reflexão sobre a utilização do tempo das reuniões, a qualidade das agendas desenvolvidas nos CAs e à capacidade de fazer uso dos recursos disponíveis no conselho para a estratégia das empresas.
- Destaca-se, nesse sentido, a contribuição original no sistema de categorias para classificação dos itens de pauta de reunião criado.

Esse modelo poderá servir para futuras avaliações de gestores, bem como de investidores, e pelos próprios membros do conselho no sentido de avaliar periodicamente o conteúdo das reuniões.

- Os resultados obtidos reforçaram o papel da contributividade dos conselhos: assim, pensar o tamanho do conselho como um acesso a recursos importante, e a frequência das reuniões como a oportunidade de fazer uso desses recursos merece ser considerada na estruturação do sistema de governança da empresa.
- A seleção e composição do conselho é outro fator a ser observado cuidadosamente pelos executivos na formação de um conselho estratégico. A pesquisa reforça a prática dos conselheiros independentes e de executivos seniores na composição do CA.
- A questão da independência do conselho pode ser ainda mais forte do que apenas a presença do membro independente, com outros achados obtidos: a concentração acionária seria negativamente relacionada a conselhos estratégicos, mas a presença de independentes e a composição de um conselho não executivo podem amenizar essa característica na formação de um conselho mais estratégico
- Na prática, observou-se ainda, no mercado de capitais brasileiro, o padrão de um grupo de empresas jovens que sustentam um selo distintivo do mais alto nível de governança. Observou-se que essas empresas atendem exatamente os requisitos solicitados, como por exemplo, a presença de independentes, mas não fazem uso de aspectos da diversidade como política de governança. Assim, para a prática, sugere-se uma reflexão, por parte das empresas, sobre o que realmente pode gerar mais construtividade no debate dos conselhos a fim de fazer uso desse recurso, e não apenas de cumprir métricas de governança formalistas.

Por fim, destaca-se, assim, o sucesso da tese em levantar um método de classificação e permitir obter um diagnóstico de como estão posicionadas as empresas brasileiras em relação aos conselhos estratégicos, um tema

que tanto interessa à academia, aos executivos de empresas e aos formuladores de políticas nesse contexto atual de governança.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABEBE, M.; MYINT, P. P. A. Board Characteristics and the Likelihood of Business Model Innovation Adoption: Evidence From the Smart Home Industry. **International Journal of Innovation Management**, v. 22, n. 01, p. 1850006, 2018.

ADLER, A. Como a Cultura de um País Influencia a Inovação: Israel, a Startup Nation. In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). . **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.

AGUILERA, R. V. Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective. **British Journal of Management**, v. 16, n. SPEC. ISS., 2005.

AGUILERA, R. V. et al. Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. **Academy of Management Annals**, v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015.

ALMEIDA, A. DE. As Lições da Class Action em Face da Petrobras: A Necessidade da Governança Corporativa em uma Economia Globalizada. In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). . **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.

ARZUBIAGA, U. et al. Entrepreneurial orientation and innovation in family SMEs: Unveiling the (actual) impact of the Board of Directors. **Journal of Business Venturing**, v. 33, n. 4, p. 455–469, 2018.

ASENSIO-LÓPEZ, D.; CABEZA-GARCÍA, L.; GONZÁLEZ-ÁLVAREZ, N. Corporate governance and innovation: a theoretical review. **European Journal of Management and Business Economics**, v. 28, n. 3, p. 266–284, 2019.

ASHWIN, A. S.; KRISHNAN, R. T.; GEORGE, R. Family firms in India: family involvement, innovation and agency and stewardship behaviors. **Asia Pacific Journal of Management**, v. 32, n. 4, p. 869–900, 2015.

BALSMEIER, B.; FLEMING, L.; MANSO, G. Independent boards and innovation. **Journal of Financial Economics**, v. 123, n. 3, p. 536–557, 2017.

BEN REJEB, W.; BERRAIES, S.; TALBI, D. The contribution of board of directors' roles to ambidextrous innovation: Do board's gender diversity and independence matter? **European Journal of Innovation Management**, v. 23, n. 1, p. 40–66, 2019.

BERLE, A. A.; MEANS, G. G. C. **The modern corporation and private property**. [s.l.] Transaction publishers, 1932.

BERNILE, G.; BHAGWAT, V.; YONKER, S. Board diversity, firm risk, and corporate policies. **Journal of Financial Economics**, v. 127, n. 3, p. 588–

612, 2018.

BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018.

CABEZA-GARCÍA, L.; DEL BRÍO, E. B.; RUEDA, C. The moderating effect of innovation on the gender and performance relationship in the outset of the gender revolution. **Review of Managerial Science**, n. 0123456789, 2019.

CARLOMAGNO, M. S. Disrupção, Governança e Corporate Venture em Empresas Estabelecidas: Qual o Papel do Conselho de Administração na Governança da Inovação? In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.

CHEN, J.; LEUNG, W. S.; EVANS, K. P. Female board representation, corporate innovation and firm performance. **Journal of Empirical Finance**, v. 48, n. July 2016, p. 236–254, 2018.

CLARKE, T. Corporate Governance: Leadership, Strategy and Innovation. In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.

Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2015.

COLLARES, M. L. Governança Corporativa: Fator Preponderante no Ativismo de Acionistas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 24, n. 5, p. 414–431, 2020.

CONYON, M. J.; HE, L. Firm performance and boardroom gender diversity: A quantile regression approach. **Journal of Business Research**, v. 79, p. 198–211, 2017.

DAL CARO, L. Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões. In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.

DERDOWSKI, L. et al. Creative and innovative behaviours of corporate directors: an elusive role of task-related conflicts. **Journal of Management and Governance**, v. 22, n. 4, p. 1045–1069, 2018.

DESENDER, KURT A.; AGUILERA, RUTH V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, MÓNICA; CRESPI, R. A clash of governance logics: Foreign ownership and board monitoring. **Strategic Management Journal**, v. 37, n. 1, p. 349–369, 2016.

FERNANDES, C. A.; OLIVA, E. D. C.; KUBO, E. K. DE M. Características

individuais relevantes ao conselheiro de administração independente. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 17, n. 43, p. 120–135, 2020.

FERNÁNDEZ-GAGO, R.; CABEZA-GARCÍA, L.; NIETO, M. Corporate social responsibility, board of directors, and firm performance: an analysis of their relationships. **Review of Managerial Science**, v. 10, n. 1, p. 85–104, 2016.

FIELD, A. **Descobrimo a estatística usando o SPSS**. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FRANCO, M. L. P. B. **Análise de Conteúdo**. 2. ed. Brasília: Liber Livro Editora, 2007.

GÓES, F. Conselhos têm de olhar mais para o futuro, diz pesquisa. **Valor Econômico**, 1 jun. 2020.

GORNSZTEIJN, J.; LIKHTMAN, S. **Guiding principles for an effective board**. Pittsburgh, PA: [s.n.]. Disponível em: <<https://www.hermes-investment.com/row/eos-insight/eos/guiding-principles-for-an-effective-board/>>.

GUERRA, S. **Os papéis do Conselho de Administração em empresas listadas no Brasil Sandra**. [s.l.] Universidade de São Paulo, 2009a.

GUERRA, S. A crise financeira e o papel do conselho no monitoramento de riscos. In: **Governança Corporativa em Tempos de Crise**. 1. ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2009b. p. 127–148.

GUERRA, S.; SANTOS, R. L. **Headaches, Concerns, and Regrets: What Does the Experience of 102 Brazilian Directors Tell Us?** **International Finance Corporation**. [s.l.: s.n.].

GULDIKEN, O.; DARENDELI, I. S. Too much of a good thing: Board monitoring and R&D investments. **Journal of Business Research**, v. 69, n. 8, p. 2931–2938, 2016.

HAIR, J. F. et al. **Análise Multivariada de Dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HILLMAN, A. I.; DAZNIEL, T. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 383–396, 2003.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

JONSSON, E. I. The role model of the board: A preliminary study of the roles of Icelandic boards. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 5, p. 710–717, 2005.

LAY, L. A.; GONÇALVES, M.; DA CUNHA, P. R. Relação entre gênero no conselho de administração e no comitê de auditoria com o audit delay.

Revista Contemporânea de Contabilidade, v. 14, n. 33, p. 118–139, 2017.

LIMA, G. M. DE. Tecnologias Emergentes: A Grande Corrida Mundial. In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). .

Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.

MARTINEZ-JIMENEZ, R.; HERNÁNDEZ-ORTIZ, M. J.; CABRERA FERNÁNDEZ, A. I. Gender diversity influence on board effectiveness and business performance. **Corporate Governance (Bingley)**, v. 20, n. 2, p. 307–323, 2020.

MCCAHERY, J. A.; VERMEULEN, E. P. M. Understanding the board of directors after the financial crisis: Some lessons for Europe. **Journal of Law and Society**, v. 41, n. 1, p. 121–151, 2014.

MERENDINO, A.; GOERGEN, M. How Far That Little Candle Throws His Beams! An Interview With Mats Isaksson. **Journal of Management Inquiry**, v. 27, n. 4, p. 411–419, 2018.

MORI, N. Directors' Diversity and Board Performance: Evidence from East African Microfinance Institutions. **Journal of African Business**, v. 15, n. 2, p. 100–113, 2014.

NISYAMA, E. K.; NAKAMURA, W. T. Diversidade Do Conselho De Administração E a Estrutura De Capital. **Revista de Administração de Empresas**, v. 58, n. 6, p. 551–563, 2018.

O'KELLEY, R. et al. **Going for Gold : The 2019 Global Board Culture and Director Behaviors Survey**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <[https://www.russellreynolds.com/en/Insights/thought-leadership/Documents/Going for Gold Global Board Culture and Director Behaviors Survey_final_4.30.19.pdf](https://www.russellreynolds.com/en/Insights/thought-leadership/Documents/Going%20for%20Gold%20Global%20Board%20Culture%20and%20Director%20Behaviors%20Survey_final_4.30.19.pdf)>.

OEHMICHEN, J. et al. Boards of directors and organizational ambidexterity in knowledge-intensive firms. **The International Journal of Human Resource Management**, v. 5192, p. 1–24, 2017.

PHAM, Q. V. et al. Effects of corporate governance on high growth rate: Evidence from Vietnamese listed companies. **Management Science Letters**, v. 10, n. 7, p. 1553–1566, 2020.

PRENCIPE, A. Board composition and innovation in university spin-offs. Evidence from the Italian context. **Journal of Technology Management and Innovation**, v. 11, n. 3, p. 33–39, 2016.

ROBIN, D.; ANN, J.; EDDY, L. Family control and innovativeness in private firms : the mediating role of board task performance. **Management Decision**, v. 22, n. 11, p. 1–16, 2018.

ROSSI, F.; HU, C.; FOLEY, M. Women in the boardroom and corporate decisions of Italian listed companies: Does the “critical mass” matter? **Management Decision**, v. 55, n. 7, p. 1578–1595, 2017.

SÁNCHEZ, L. P. C.; GUERRERO-VILLEGAS, J.; HURTADO GONZÁLEZ, J. M. The influence of organizational factors on board roles. **Management Decision**, v. 55, n. 5, p. 842–871, 2017.

SCHIEHLL, E.; SANTOS, I. O. DOS. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly- traded companies. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 373–384, 2004.

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

SIQUEIRA, A. Governança entre Essência, Aparência e Resultados: Precisamos Avançar! In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.

STEHLIK-BARRY, K.; BABINEC, A. J. **Data Analysis with IBM SPSS Statistics**. Birmingham, UK: Packt Publishing, 2017.

SUBRAMANIAN, G. Corporate Governance 2.0. **Harvard Business Review**, v. 93, p. 17, 2015.

SWIFT, T. PhD scientists in the boardroom: the innovation impact. **Journal of Strategy and Management**, v. 11, n. 2, p. 184–202, 2018.

TRIBBITT, M. A.; YANG, Y. An agency perspective on the board of directors and corporate entrepreneurship. **Management Research Review**, v. 40, n. 11, p. 1201–1215, 2017.

VALENTI, A.; HORNER, S. V. Leveraging board talent for innovation strategy. **Journal of Business Strategy**, v. 41, n. 1, p. 11–18, 2020.

VILHA, A. M.; SUEN, A. Megatendências Globais e Tecnológicas e Possíveis Impactos para o Brasil. In: BRANDÃO, C. E. L.; FILHO, J. R. F.; MURITIBA, S. N. (Eds.). **Governança Corporativa E Inovação: Tendências E Reflexões**. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2018. p. 264.

WU, J.; WU, Z. Integrated risk management and product innovation in China: The moderating role of board of directors. **Technovation**, v. 34, n. 8, p. 466–476, 2014.

ZAHRA, S. A.; PEARCE, J. A. Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. **Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 291–334, 1989.

ZONA, F. Board leadership structure and diversity over CEO time in office: A test of the evolutionary perspective on Italian firms. **European Management Journal**, v. 32, n. 4, p. 672–681, 2014a.