

**Dualidade do CEO e desempenho corporativo: uma análise em empresas brasileiras**

**ITZHAK DAVID SIMÃO KAVESKI**

*Universidade Federal de Mato Grosso do Sul/Campus do Pantanal*

**ANTONIO MARIA DA SILVA CARPES**

*Universidade Federal da Fronteira Sul*

**MARCUS VINICIUS MOREIRA ZITTEI**

*Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado*

**Resumo**

O presente estudo tem por objetivo analisar a relação existente entre a dualidade do CEO e o desempenho corporativo das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2010-2014. A população da pesquisa compreende as 351 companhias abertas listadas na BM&FBovespa, exceto as classificadas, segundo a bolsa de valores brasileira, no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares de suas atividades. A amostra da pesquisa compreendeu em 132 empresas e 660 observações. Os dados utilizados para a análise estatística foram retirados das demonstrações financeiras apresentadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa. O desempenho foi mensurado por cinco medidas de performance, com base na contabilidade e mercado. As medidas de desempenho contábil incluem o Retorno sobre o Ativo Total (ROA), Retorno sobre o Capital Empregado (ROCE) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), enquanto a medida de mercado é o Market-to-Book (MTB) e Q de Tobin (Q). Primeiramente, foi realizado uma estatística descritiva das variáveis e o teste de média de Mann-Whitney para verificar a distribuição do desempenho empresarial nas empresas pesquisadas. Posteriormente foi aplicado a correlação de Pearson e o Fator de Inflação de Variância (VIF) para verificar problemas de multicolinearidade entre as variáveis. Em seguida os pressupostos da análise de dados em painel. Por fim, com a aplicação da regressão de dados em painel balanceado para verificar a relação entre a dualidade do CEO e o desempenho das empresas. O estudo utilizou-se de variáveis de controle tamanho, receita e valor de mercado, que se mostraram estatisticamente significativos. Conclui-se que no caso brasileiro, a dualidade do CEO pode estar tanto positivamente como negativamente relacionada com o desempenho financeiro das empresas de capital aberto, corroborando assim com a Teoria da Agência e a Teoria do Stewardship.

**Palavras chave:** dualidade do CEO, desempenho corporativo, empresas brasileiras

## 1 INTRODUÇÃO

Tradicionalmente, as pesquisas sobre Governança Corporativa têm adotado a abordagem da Teoria da Agência, concentrando-se exclusivamente na resolução de conflitos de interesse (problemas de agência) entre gestores e acionistas (Jensen & Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989). Este paradigma tem origem no trabalho seminal de Berle e Means (1932), o qual discorre sobre a separação entre propriedade e controle em organizações norte americanas.

Uma outra fronteira, contrapondo as premissas da Teoria da Agência, alerta para a possibilidade de o agente não assumir uma postura oportunista e sim colaborativa, segundo a qual a aplicação dos preceitos da teoria da agência inibiria a atuação do agente, consequentemente afetando negativamente a relação agente e principal. Frente a esse contexto Davis, Schoorman e Donaldson (1997) propõem outra teoria relacionada aos problemas de agência, à qual denominam teoria do *stewardship*. Em contraponto a teoria tradicional, os referidos autores compreendem e sugerem que o indivíduo não age no interesse próprio, mas colaborativo e baseada na confiança mútua.

A Governança Corporativa apresenta-se como um conjunto de mecanismos que atuam no sentido de fortalecer a confiança nas relações existentes entre acionistas e organizações (Punsuvo et al., 2007). No tocante aos mecanismos internos apresentam-se os conselhos, cuja função é monitorar as ações da gestão. Mecanismos internos incluem variáveis de estrutura dos conselhos, como a dualidade e a proporção de administradores não executivos, o financiamento da dívida e participações da direção executiva (Weir, Lang & Mcknight, 2002).

O conselho de administração é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses de acionistas e gestores dentro da estrutura de Governança Corporativa de uma companhia (Silveira, Barros & Famá, 2003). No exercício de sua função, o conselho de administração gera custos de agência para o exercício do controle e monitoramento da gestão, devido à grande dispersão da propriedade das ações (Carapeto, Lasfer & Machera, 2009).

A pesquisa se propõem discorrer no campo da Governança Corporativa, em especial dentro da área que aborda a estrutura do conselho, no tocante a dualidade do CEO e sua influência no desempenho das organizações. Entretanto, tal tema ainda apresenta-se inconclusivo diante dos pontos conflitantes apresentados pela teoria. Neste artigo, o escopo será a dualidade do CEO, cujo termo será dado para combinação e divisão dos papéis desempenhados pelo CEO e Presidente do conselho dentro das organizações.

As empresas norte americanas são caracterizadas por uma estrutura de propriedade em que não há separação dos papéis de CEO e presidente do conselho de administração (Rechner & Dalton, 1991; Rhoades et al., 2001). Diferentemente do Reino Unido, por exemplo, em que 90% das empresas capital aberto segregam os dois papéis (Kang & Zaardkoohi, 2005). Ambos contextos cancelam as diferentes posições conflitantes dentro do tema.

Nesse contexto, apresenta-se o seguinte problema de pesquisa: Qual a relação existente entre a dualidade do CEO e o desempenho corporativo das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2010-2014? O presente estudo tem por objetivo analisar a relação existente entre a dualidade do CEO e o desempenho corporativo das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2010-2014. A pesquisa envolve todas as empresas, exceto aquelas classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”. No Brasil,

as incertezas econômicas e as lacunas existentes nas investigações que envolvem dualidade CEO nas organizações motivam a pesquisa e o anseio por contribuições a partir dos achados.

O estudo se justifica pela relevância do tema para literatura e para os investidores. A literatura carece de evidências compreensíveis sobre o impacto da dualidade do CEO no desempenho da empresa devido aos problemas endógenos e heterogeneidade (Yasser & Mamun, 2015).

O presente trabalho está estruturado em cinco seções. A próxima seção apresenta a revisão da literatura. Em seguida, é apresentada os procedimentos metodológicos da pesquisa. A quarta seção tem-se a análise dos resultados e a última seção discute as considerações finais do estudo e recomendações para estudos futuros.

## **2 REVISÃO DE LITERATURA**

Neste tópico discorre-se sobre a Teoria da Agência e a Teoria do *Stewardship*, seguido da Governança Corporativa e desempenho organizacional, e por último, os estudos correlatos.

### **2.1 Teoria da Agência**

A Teoria da Agência preocupa-se em administrar relação conflitante entre os diferentes anseios entre principal e agente. Aqui, o desafio está associado a impossibilidade por parte do principal em averiguar o que está sendo feito pelo agente. O foco da teoria está em determinar o contrato mais eficiente que irá reger a relação entre principal-agente (Eisenhardt, 1989).

Conseqüentemente, o referido contexto implica em um constante monitoramento das ações do agente, a partir de uma estrutura de Governança Corporativa que implica em custos para monitorar a relação de agência. Os proprietários podem mitigar os conflitos monitorando as atividades dos agentes e estabelecendo incentivos contratuais a eles (Jensen; Meckling, 1976).

Jensen e Meckling (1976) ressaltam que os problemas relacionados ao comportamento do agente dentro da relação de agência são abrangentes e envolvem todos os níveis de gestão. Os custos de agência envolvem duas ou mais pessoas em determinados ambientes, independentemente de estar explícito a relação agente-principal. A referida definição alinha-se à abordagem de Alchian e Demsetz (1972), na qual os custos de agência têm uma estreita relação entre evitar ou monitorar o ambiente. Na medida em que os custos de monitoramento das ações dos gestores são reconhecidos, há necessidade de evitá-los, haja vista que impactam negativamente na composição dos lucros (Alchian, 1965).

A Teoria da Agência sugere que a separação entre propriedade e controle é o melhor desenho organizacional, no qual os benefícios de um maior acesso ao capital e gestão profissional, normalmente superam os custos associados com a delegação do controle das decisões de negócios para gerentes (Fama & Jensen, 1983). No entanto, na ausência de sistemas de Governança Corporativa eficaz, é possível que impacte negativamente no desempenho quando os gestores perseguem seus próprios interesses e não os interesses dos proprietários (Jensen, 1989).

### **2.2 Teoria do *Stewardship***

O ambiente organizacional, caracterizado pela complexidade e competitividade, influencia diretamente no comportamento dos gestores. A teoria *Stewardship* reconhece a referida influencia, e compreende que deve haver uma flexibilidade na estruturação e

determinação da intensidade dos mecanismos de governança para que o resultado sobre o comportamento do gestor seja eficaz (Christopher, 2010).

Davis, Schorman e Donaldson (1997) propõem, a partir da premissa da existência de modelo de agente com base na psicologia e sociologia, uma nova teoria denominada Teoria do *Stewardship*. Segundo os autores, o agente não age no interesse próprio, mas sim coletivo, mas coletivo, segundo uma orientação pró ativa e baseada na confiança mútua.

O modelo sociológico-psicológico expressa o desenho organizacional em que o gestor é motivado a exercer uma conduta que seja favorável à organização, pois sua meta racional é a obtenção de benefícios não pecuniários por meio da continuidade da relação com o principal. A melhora no desempenho da organização é de interesse de todos na organização, entretanto é necessária uma estrutura de governança que atribua autoridade ao agente (Davis et al., 1997).

Na ótica da Teoria do *Stewardship*, o gerente executivo não tem índole oportunista, tão somente busca realizar um bom trabalho de administração dos ativos corporativos. Assim, a referida teoria sustenta que não há nenhum problema inerente. Dada a ausência de um problema motivacional entre os executivos, o desafio está em conseguir o bom desempenho das empresas as quais dirige. Assim, as variações de desempenho estariam condicionadas à liberdade de ação a que o gestor está condicionado na empresa

Como toda teoria, está sujeita a críticas, entre elas, de apresentar limitações para administrar o alinhamento de interesses nos conflitos de agência (Albanese et al., 1997) e não observar relações não hierárquicas entre principal e agente (Arthurs & Busenitz, 2003). Entretanto, considerando determinadas características organizacionais é possível que o redesenho de modelos de governança voltados à luz da Teoria do *Stewardship* apresente-se útil.

### **2.3 Governança Corporativa e desempenho organizacional**

A partir da década de 90 iniciaram-se as pesquisas em Governança Corporativa, voltadas para os mecanismos de Governança (Shleifer & Vishny, 1997; Gillan, 2006). De modo genérico, as pesquisas que relacionam os mecanismos de governança (Weir et al., 2002; Cornforth, 2004), assim como os estudos voltados a estrutura de propriedade, foram realizados relacionando os referidos mecanismos ao desempenho das organizações.

Shleifer e Vishny (1997) definem Governança Corporativa como um conjunto de mecanismos que os gestores ou investidores se auto aplicam de modo propor uma melhor gestão dos recursos alocados *ex-post* motivando os investidores na alocação de investimentos *ex-ant* (Shleifer & Vishny, 1997). No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015) trata a Governança Corporativa como um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle.

Os desafios pertinentes à administração dos recursos em uma empresa, associados a uma estrutura de propriedade pulverizada, fortalece o poder do administrador (controle) e oportuniza sua ação em favorecimento próprio em detrimento dos interesses dos proprietários (propriedade). Desse modo apresenta-se o divórcio entre propriedade e controle (Okimura, 2003). O desenho que se apresenta promove custos denominados custos de agência, oriundos do conflito de interesses entre agente (controle) e principal (proprietário) (Jensen & Meckling, 1976). A necessidade de minimizar os conflitos de agência, mitigando os custos oriundos desse processo, demanda uma estrutura de monitoramento denominada de mecanismos de Governança Corporativa. Os referidos mecanismos compreendem um conjunto de regras

institucionais e legais, necessários ao gerenciamento das relações entre agente e principal (Rediker & Seth; 1995; Shleifer & Vishny, 1997).

Dentre os mecanismos de Governança Corporativa, destaca-se o conselho de administração cuja responsabilidade está em proteger e promover o interesse dos investidores. Na literatura empírica, a eficácia do monitoramento do conselho é vista em função da sua independência, tamanho e estrutura de liderança. A estrutura de liderança, que se manifesta pela combinação ou a separação dos papéis do *Chief Executive Officer* (CEO) e Presidente do Conselho (Carapeto et al., 2009).

A atuação, pelo mesmo indivíduo, como CEO e presidente do seu conselho de administração Fama e Jensen (1983) argumentam que a dualidade de cargos do CEO, ou seja, é vista negativamente na estruturação de um conjunto de boas práticas de governança. Este fato limitaria a capacidade de um conselho de fiscalizar eficazmente as decisões de um CEO, deixando maiores oportunidades para que o CEO promova seus próprios interesses pessoais, de modo a gerar possíveis prejuízos aos investidores da empresa (Fama E Jenen, 1983).

Na literatura, alinhada com a Teoria da Agência, não há um consenso quanto a relação entre Dualidade do CEO e o desempenho, visto a partir de diferentes indicadores (Wahba & Elsayeb, 2014; Saibaba, 2013; Syriopoulos & Tsatsaronis, 2012). No Brasil, o IBGC em suas recomendações de Boas Práticas de Governança, indica que se deve evitar o acúmulo das funções de CEO e presidente do conselho, haja vista limitar a supervisão adequada da gestão. Amaral-Baptista et al. (2011), pesquisando empresas brasileiras, encontraram em seus resultados que naquelas em que o CEO e presidente do conselho são a mesma pessoa o desempenho foi significativamente superior em 2008, alinhando com a Teoria do *Stewardship*.

A relação entre a estrutura de Governança Corporativa e o desempenho das organizações é fato. Dentro desse contexto percebe-se uma relação entre a dualidade do CEO e desempenho das organizações que precisa ser observada e ampliada no campo teórico e empírico.

## 2.4 Estudos correlatos

A preocupação em investigar a relação entre a dualidade CEO e o desempenho das empresas impulsionou a realização de diversos estudos no âmbito nacional e internacional. A Tabela 1 apresenta uma relação de estudos correlatos, a partir da revisão da literatura sobre a temática investigada.

**Tabela 1** Relação de estudos correlatos

Autores	País Pesquisado	Período	Variáveis Dependentes	Principais resultados
Lam e Lee (2008)	China	2003	ROA, ROE, ROCE e MTB	Dualidade do CEO está negativamente e positivamente relacionado com o desempenho das empresas de transporte.
Amaral-Baptista et al. (2011)	Brasil	2008	ROA, ROE, ROCE e MTB	Dualidade do CEO está positivamente relacionado com o desempenho das empresas de transporte.
Syriopoulos e Tsatsaronis (2012)	Estados Unidos	2002 a 2008	ROA e ROE	Dualidade do CEO está negativamente e positivamente relacionado com o desempenho das empresas de transporte.
Doğan et al. (2013)	Turquia	2009 a 2010	ROA, ROE e <i>Q</i> de <i>Tobin</i>	Dualidade do CEO está negativamente relacionado com

				o desempenho das empresas.
Saibaba (2013)	Índia	2007 a 2009	<i>Q</i> de <i>Tobin</i>	Dualidade do CEO não apresentou uma relação significativa sobre o desempenho das empresas.
Wahba e Elsayeb (2014)	Egito	2005 a 2010	ROA	Dualidade do CEO está positivamente relacionado com o desempenho das empresas.
Yasser e Mamun (2015)	Austrália, Malásia e Paquistão	2011 a 2013	ROA e ROE	Dualidade do CEO não apresentou uma relação significativa sobre o desempenho das empresas.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os pesquisadores Lam e Lee (2008) buscaram analisar a relação entre a dualidade do CEO, o desempenho da empresa e os efeitos moderadores do fator controle familiar em 128 empresas de Hong Kong. Segundo os autores, tanto a Teoria da Agência como a Teoria do *Stewardship* podem explicar adequadamente a relação dualidade-performance. A evidência empírica sugere que a relação entre a dualidade do CEO e desempenho contábil depende da presença do fator controle familiar. A dualidade do CEO é boa para o desempenho em empresas não-familiares, enquanto a não-dualidade é boa para as empresas de controle familiar.

O estudo realizado por Amaral-Baptista et al. (2011), investigou a relação entre a dualidade do CEO e o desempenho de empresas brasileiras de capital aberto em 2008. Os achados da pesquisa apresentaram uma relação positiva da dualidade do CEO com todas as variáveis de desempenho empresarial analisadas (ROA, ROE, ROCE e MTB), entretanto apenas para o ROE a estatística foi significativa. Por fim, o resultado do estudo está apoiado à Teoria do *Stewardship*, ao qual as empresas com uma estrutura de liderança unificada operam com mais eficiência através de uma melhor coordenação e comando inequívoco, tratando, assim, de forma mais eficaz com os desafios estratégicos.

O estudo desenvolvido por Syriopoulos e Tsatsaronis (2012) investigaram o impacto da dualidade do CEO sobre o desempenho financeiro das empresas de transporte nos Estados Unidos, no período de 2002 a 2008. Conforme os autores, a separação do CEO (diferentes pessoas para servir como CEO e Presidente do Conselho de Administração) é uma boa prática de Governança Corporativa para os interesses dos acionistas, facilita o acompanhamento e o controle efetivo da gestão, além de melhorar o desempenho financeiro da empresa (Teoria da Agência). Por outro lado, a dualidade do CEO estabelece uma cadeia de comando uniforme e minimiza os conflitos existentes na tomada de decisão além de impactar de forma positiva no desempenho financeiro (Teoria do *Stewardship*). Os resultados empíricos demonstraram que a dualidade pode ter um impacto positivo ou negativo sobre o desempenho financeiro das empresas de transporte, testando assim a validade da Teoria da Agência e a Teoria do *Stewardship*.

A investigação de Doğan et al. (2013) buscou analisar o impacto da dualidade do CEO no desempenho de 204 empresas listadas no *Istanbul Stock Exchange* (ISE) entre os anos de 2009 a 2010, na Turquia. Neste estudo, os autores utilizaram o ROA, ROE e *Q* de *Tobin* como medidas financeiras de desempenho. Os resultados mostram que a dualidade do CEO tem um impacto negativo sobre o desempenho da empresa, consistente com a Teoria da Agência.

O pesquisador Saibaba (2013) examinou o impacto da independência do conselho e da dualidade do CEO na avaliação de empresas indianas listadas na BSE 100 Index, no período de 2007 a 2009. Os achados da regressão de dados em painel demonstraram que os aspectos como a independência do conselho e da dualidade do CEO não possuem um impacto significativo no desempenho das empresas medido pelo *Q* de *Tobin*.

A pesquisa de Wahba e Elsayeb (2014) analisou o efeito do investidor institucional sobre a relação entre a dualidade do CEO e o desempenho financeiro de 84 organizações listadas na bolsa egípcia, no período de 2005 a 2010. Este estudo vai além da análise tradicional de investidores institucionais e centra-se sobre o efeito de dois tipos diferentes de investidores institucionais, ou seja, a sensível à pressão e a resistente à pressão. Enquanto o tipo sensível à pressão inclui as instituições que são menos propensas a desafiar a gestão, o tipo resistente à pressão busca incorporar as instituições que não têm relações comerciais com as empresas em que detêm ações, e, portanto, são mais adequadas a impor controles sobre as decisões de gestão e comportamento. Os achados da pesquisa contribuem para a literatura, argumentando que o efeito do investidor institucional sobre a dualidade do CEO impacta de forma positiva no desempenho, para aquelas sensíveis à pressão e negativa para aqueles resistentes à pressão.

O objetivo do estudo de Yasser e Mamun (2015), analisou a relação entre a dualidade do CEO, desempenho financeiro e a qualidade de relatórios financeiros de empresas de capital aberto da Austrália, Malásia e do Paquistão, através de uma amostra de 240 organizações, no período de 2011 a 2013. Os resultados baseados em dados recolhidos a partir da Austrália, Malásia e no Paquistão indicam que a dualidade do CEO não está relacionada com o desempenho da empresa e na qualidade da informação financeira. No entanto, as entidades em que a CEO era mulher, demonstrou um impacto negativo sobre o desempenho empresarial na Malásia e no Paquistão.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

O presente estudo descritivo foi realizado por meio de pesquisa documental, com abordagem quantitativa do problema. A característica descritiva decorre do fato de que o estudo tem como finalidade verificar a relação entre a dualidade CEO e o desempenho corporativo das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. No tocante à abordagem do problema, esta pesquisa é classificada como quantitativa, que após a quantificação e mensuração dos dados, foi aplicado nos mesmos um tratamento estatístico dados em painel. Em relação aos procedimentos adotados neste estudo, tem-se uma pesquisa documental, visto que os dados foram extraídos das demonstrações financeiras relativas ao período de 2010 a 2014, disponível no sítio da BM&FBovespa.

#### **3.1 População e amostra**

A população da pesquisa compreende as 351 companhias abertas listadas na BM&FBovespa, exceto as classificadas, segundo a bolsa de valores brasileira, no setor econômico “Financeiro e Outros”, devido às características singulares de suas atividades. A amostra da pesquisa compreendeu em 132 empresas, ao qual foram desconsideradas as companhias com os dados que não estavam disponíveis nos períodos analisados, totalizando 660 observações. Das 132 empresas, 31 apresentaram dualidade do CEO em 2010, 29 em 2011, 28 em 2012, 20 em 2013 e 19 em 2014, perfazendo um total 127 observações que apresentam dualidade do CEO e 533 que não apresentam. Não foi levado em consideração uma possível republicação das demonstrações financeiras e a atualização após o mês de janeiro

de 2016, data em que se efetuou a coleta dos dados. Desta forma, possíveis republicações após a coleta dos dados não estão contempladas na análise deste estudo.

### **3.2 Procedimentos de coleta e análise dos dados**

Os dados utilizados para a análise estatística foram retirados das demonstrações financeiras apresentadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa. Foram consideradas as mesmas variáveis utilizadas pelos estudos citados na seção 2.4. As variáveis são apresentadas no Tabela 2.

**Tabela 2 Variáveis utilizadas no estudo**

Dados	Variáveis	Proxy
Dependente	Retorno sobre o Ativo Total (ROA)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
	Retorno sobre o Capital Empregado (ROCE)	$\frac{\text{LAJR}}{\text{Capital Empregado}}$
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
	<i>Market-to-Book</i> (MTB)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Contábil}}$
	<i>Q</i> de Tobin (Q)	$\frac{\text{Valor de Mercado} + \text{Dívidas}}{\text{Ativo Total}}$
Independente	Dualidade do CEO (DUAL)	Variável <i>dummy</i> , 1 se o CEO é o presidente do conselho de administração, 0 caso contrário.
Controle	Tamanho (LNTAM)	Logaritmo natural do total de ativos.
	Receita (LNREC)	Logaritmo natural das receitas líquidas.
	Valor de Mercado (LNMER)	Logaritmo natural do valor de mercado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Para consecução do objetivo da pesquisa, procedeu-se a análise para verificar a relação entre a dualidade do CEO e o desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, valendo-se do *software* estatístico *STATA*. Primeiramente, foi realizado uma estatística descritiva das variáveis e o teste de média de *Mann-Whitney* para verificar a distribuição do desempenho empresarial são iguais ou diferentes nas empresas com dualidade e sem do CEO. Posteriormente foi aplicado a correlação de *Pearson* e o Fator de Inflação de Variância (VIF) para verificar problemas de multicolinearidade entre as variáveis. Em seguida os pressupostos da análise de dados em painel. Por fim, com a aplicação da regressão de dados em painel balanceado para verificar a relação entre a dualidade do CEO e o desempenho das empresas.

Foi aplicado o teste de média de *Mann-Whitney*, pois ao aplicar o teste de *Kolmogorov-Smirnov*, foi verificado que a distribuição das variáveis das empresas não é normal e que as variâncias são heterogêneas. Segundo Fávero et al. (2009, p. 163), “o teste de *Mann-Whitney* é aplicado para testar se duas amostras independentes foram extraídas de populações com médias iguais”. O teste deve ser utilizado quando a hipótese de normalidade for violada, com base no autor.

A correlação de *Pearson* mede o grau da correlação (se positiva ou negativa) entre duas variáveis de escala métrica, além disso, para poder verificar possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes (Gurajati & Porter, 2011). Conforme Hair et al. (2009, p. 151), o Fator de Inflação de Variância (VIF) é um “indicador do efeito que as outras variáveis independentes têm sobre o erro padrão de um coeficiente de regressão. [...] Valores VIF altos também indicam um alto grau de colinearidade ou multicolinearidade entre as variáveis independentes”.

A técnica estatística regressão de dados em painel é utilizado “[...] para os casos em que diversas observações são monitoradas não em apenas um único instante de tempo, como dia, mês ou ano (*cross-section*), mas ao longo de vários períodos de tempo” (Fávero et al., 2009, p. 388). Um total de cinco modelos de dados em painel são formulados para examinar a

relação entre a dualidade do CEO e o desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, como se segue:

$$Y_{i,t} = \beta_0 - \beta_1 DUAL_{i,t} + \beta_2 LNTAM_{i,t} + \beta_3 LNREC_{i,t} + \beta_4 LNMER_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Onde  $Y$  é denotado como o desempenho da empresa, mensurado por cinco medidas de performance, tanto com base na contabilidade à base de mercado. Os três primeiros representam medidas de desempenho contábil incluem o Retorno sobre o Ativo Total (ROA), Retorno sobre o Capital Empregado (ROCE) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), enquanto a medida de mercado é o *Market-to-Book* (MTB) e  $Q$  de *Tobin* ( $Q$ ). Além da dualidade do CEO (DUAL) como uma variável independente ou explicativa, outras características das empresas foram consideradas como medidas que afetam o desempenho, incluídas como variáveis de controle no modelo de dados em painel. Estas variáveis de controle consistem no logaritmo natural do total de ativos (LNTAM), logaritmo natural das receitas líquidas (LNREC) e logaritmo natural do valor de mercado (LNMER).

Como apresentado pelos estudos anteriores, espera-se uma relação negativa da dualidade do CEO com base na Teoria da Agência e positiva das variáveis de controle com as variáveis de desempenho. A seguir é apresentado os resultados da pesquisa.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente, para análise dos dados apresenta-se a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa, bem como, um teste de comparação de média. O resultado da estatística descritiva das variáveis é apresentado na Tabela 3.

**Tabela 3** Estatística descritiva das variáveis de desempenho

Variável	Dualidade	N	Máximo	Mínimo	Média	Desvio-padrão	Mann-Whitney	Sig.
ROA	Sim	127	65,820	-20,100	6,609	9,927	1,203	0,229
	Não	533	34,890	-43,530	7,028	7,733		
ROE	Sim	127	81,770	-5.610,970	-45,446	500,456	2,007	0,045
	Não	533	2.835,610	-355,790	17,232	135,767		
ROIC	Sim	127	97,300	-71,320	9,109	15,836	-0,058	0,954
	Não	533	160,000	-154,180	10,146	16,360		
MTB	Sim	127	57,140	-3,830	2,528	6,743	2,518	0,012
	Não	533	51,790	-32,690	2,313	4,043		
$Q$	Sim	127	4.238,440	7,773	712,185	855,082	3,678	0,000
	Não	533	6.756,090	31,504	904,882	979,835		

Fonte: Dados da pesquisa.

Verifica-se, a partir da Tabela 3, que as empresas analisadas, tanto as que possuem dualidade como as que não possuem, demonstraram diferentes níveis de desempenho, variando de companhias com altos níveis, quanto aquelas com performance negativa. Além disso, o teste de comparação de média foi significativo para o ROE, MTB e  $Q$ , ou seja, a média de desempenho das empresas são diferentes para as empresas que possuem e não possuem dualidade do CEO. Estes achados pressupõem que a relação dualidade e desempenho das empresas brasileiras listadas da BM&FBovespa, podem ser explicadas tanto pela Teoria da Agência como pela Teoria do *Stewardship*.

Dessa forma, a significância do teste de *Mann-Whitney* para as variáveis ROE e  $Q$ , confirma a Teoria da Agência de que empresas ao qual o cargo de presidente do conselho de

administração e do CEO é ocupado por pessoas distintas, demonstram um melhor desempenho, uma vez que, a média foi maior. Visto que o CEO é responsável por executar as políticas e gestão da empresa, enquanto o presidente do conselho é responsável pela execução do conselho e monitorização e avaliação da atividade gerencial da organização (Lam & Lee, 2008).

Já a significância para a variável MTB, corrobora com a Teoria do *Stewardship* de que organizações ao qual o cargo de presidente do conselho de administração e do CEO é ocupado pela mesma pessoa, apresentam um melhor desempenho, pois a média foi maior. A dualidade do CEO pode promover uma liderança unificada e forte com um claro sentido de orientação estratégica, já que o CEO possui o conhecimento dos negócios e sabe como administrar a empresa, combinando estes dois papéis podem ajudar na tomada de decisões oportunas e ideais para entidade (Lam & Lee, 2008).

Antes de efetuar a análise da relação entre a dualidade CEO e o desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa, o estudo buscou identificar possíveis problemas de multicolinearidade, através do teste Fator de Inflação de Variância (VIF) e da correlação de *Pearson*. Os resultados da matriz de correlação e VIF são apresentados na Tabela 4.

**Tabela 4 Matriz de correlação e VIF**

	<i>Q</i>	ROA	ROE	ROIC	MTB	CEO	LOGA	LOGV	LOGM	VIF
CEO	-0,079**	-0,020	-0,098**	-0,025	0,018	1,000				1,10
LOGA	-0,110*	-0,075	-0,001	-0,081**	-0,013	-0,191*	1,000			5,30
LOGV	-0,104*	-0,044	-0,029	-0,022	0,098**	-0,238*	0,837*	1,000		3,42
LOGM	0,360*	0,262*	0,020	0,186*	0,182*	-0,268*	0,826*	0,711*	1,000	3,28

\* A correlação é significativa ao nível de 1%.

\*\* A correlação é significativa ao nível de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 4, a matriz de correlação apresenta a dualidade do CEO como estatisticamente significativa e negativa com as variáveis de desempenho *Q* ( $r = -0,079$ ;  $p\text{-value} < 0,05$ ) e ROE ( $r = -0,098$ ;  $p\text{-value} < 0,05$ ). Tais achados, leva a presumir que a dualidade do CEO afeta negativamente o desempenho da empresa, apoiando a Teoria da Agência. Entretanto, tal afirmação só pode ser considerada a partir da regressão em dados em painel, pois a correlação só demonstra uma associação entre as variáveis.

Os resultados da correlação de *Pearson* demonstram que não há alto grau de correlação entre as variáveis independente e de controle (correlação superior a 85%), denotando não haver problemas elevados de multicolinearidade que possam afetar os resultados do modelo de regressão de dados em painel com as variáveis utilizadas. Além disso, os valores de VIF expostos na Tabela 4 também indicam ausência de multicolinearidade, uma vez que o maior valor de VIF encontrado foi de 5,30. Gujarati e Porter (2011) destacam que geralmente apenas valores de VIF acima de 10 indicam problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes. Dessa forma, a independência do CEO pode ser utilizada juntamente com as variáveis de controle para verificar a sua relação com desempenho das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa.

Antes de expor os resultados da regressão de dados em painel, segundo Fávero et al. (2009, p. 383) “alguns testes são utilizados para a definição do melhor modelo de dados em painel (*POLS*, efeitos fixos ou efeitos aleatórios)”. De acordo com o autor, os testes a serem

aplicados são: o teste  $F$  de *Chow* para verificar se o intercepto é igual (*POLS*) ou diferente (efeitos fixos) para todas as *cross-sections*; o teste  $LM$  de *Breusch-Pagan* para averiguar se a variância dos resíduos que refletem as diferenças individuais é igual (*POLS*) ou diferente (efeitos aleatórios) de zero; e o teste de *Hausman* para comparar os resultados do modelo de efeitos fixos com o de efeitos aleatórios. Os pressupostos da análise de dados em painel são apresentados na Tabela 5.

**Tabela 5 Pressupostos da análise de dados em painel**

Testes	Resultados	Hipóteses
<b>Painel A – ROA</b>		
<i>LM de Breusch-Pagan</i>	$\chi^2 = 75,55$ Sig. $\chi^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
<i>F de Chow</i>	F = 3,05 Sig. $\chi^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$\chi^2 = 36,99$ Sig. $\chi^2 = 0,000$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).
<b>Painel B – ROE</b>		
<i>LM de Breusch-Pagan</i>	$\chi^2 = 0,92$ Sig. $\chi^2 = 0,169$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é igual a zero ( <i>POLS</i> )
<i>F de Chow</i>	F = 1,20 Sig. $\chi^2 = 0,087$	Os interceptos são iguais para todas as <i>cross-sections</i> ( <i>POLS</i> ).
Teste de <i>Hausman</i>	$\chi^2 = 7,42$ Sig. $\chi^2 = 0,115$	O modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios).
<b>Painel C – ROIC</b>		
<i>LM de Breusch-Pagan</i>	$\chi^2 = 182,05$ Sig. $\chi^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
<i>F de Chow</i>	F = 4,64 Sig. $\chi^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$\chi^2 = 41,64$ Sig. $\chi^2 = 0,000$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).
<b>Painel D – MTB</b>		
<i>LM de Breusch-Pagan</i>	$\chi^2 = 165,90$ Sig. $\chi^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
<i>F de Chow</i>	F = 4,30 Sig. $\chi^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$\chi^2 = 32,08$ Sig. $\chi^2 = 0,000$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).
<b>Painel E – Q</b>		
<i>LM de Breusch-Pagan</i>	$\chi^2 = 615,05$ Sig. $\chi^2 = 0,000$	A variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)
<i>F de Chow</i>	F = 16,13 Sig. $\chi^2 = 0,000$	Os interceptos são diferentes para todas as <i>cross-sections</i> (efeitos fixos).
Teste de <i>Hausman</i>	$\chi^2 = 104,94$ Sig. $\chi^2 = 0,424$	O modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).

Fonte: Dados da pesquisa.

Com base nos achados apresentados na Tabela 5, a técnica que melhor se aplica ao modelo para as variáveis ROA, ROE, ROIC, MTB e *Q* é a de efeitos fixos. Já para o desempenho avaliado pelo ROE, deve ser utilizado o modelo de *POLS*. Os resultados da relação da dualidade do CEO e o desempenho das empresas são demonstrados na Tabela 6.

**Tabela 6 Resultados da relação da dualidade do CEO e o desempenho das empresas**

Variáveis	Efeitos Fixos	POLS	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos	Efeitos Fixos
	ROA	ROE	ROIC	MTB	Q
Constante	-52,632*	5,226	-115,948*	-1,844	550,395
DUAL	-0,146	-69,112*	-0,320	1,815*	-88,569***
LNTAM	-2,807**	8,698	-5,925**	-3,689*	-873,936*
LNREC	2,271*	-16,252***	5,577*	3,069*	94,361*
LNMER	4,653*	4,517	9,429*	0,731**	457,471*
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,626</b>	<b>0,015</b>	<b>0,636</b>	<b>0,595</b>	<b>0,932</b>
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>	<b>0,530</b>	<b>0,009</b>	<b>0,542</b>	<b>0,491</b>	<b>0,915</b>

\* A relação é significativa ao nível de 1%.

\*\* A relação é significativa ao nível de 5%.

\*\*\* A relação é significativa ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme os resultados apresentados pela Tabela 6, a dualidade do CEO está negativamente relacionada com quase todas as medidas de desempenho (ROE, MTB e Q). Entretanto, esta relação é estatisticamente significativa apenas para a retorno sobre o patrimônio líquido e para o Q de Tobin. Os achados empíricos para estas duas variáveis de desempenho, sustentam a Teoria da Agência, de que o CEO pode exercer sua autoridade nos processos de tomada de decisão e, conseqüentemente o conselho de administração pode não ser capaz de avaliar CEO de uma forma eficaz em caso de dualidade dentro da empresa, diminuindo assim o desempenho da organização. Além disso, o estudo corrobora com diversos estudos correlatos (Lam e Lee, 2008; Syriopoulos e Tsatsaronis, 2012; Doğan et al., 2013) com base na Teoria da Agência.

Já para *Market-to-Book* (MTB), observou-se uma relação positiva com a dualidade do CEO. Em outras palavras, o desempenho da empresa é afetado positivamente em caso diretor executivo é também o presidente do conselho de administração. Este resultado está de acordo com a Teoria do *Stewardship*. A relação positiva deve-se ao fato de que o CEO ira agir de acordo com os propósitos de empresa devido à forte relação entre os fins da empresa e as expectativas dos sócios. Igualmente, as empresas que possuem a dualidade do CEO iram expor uma liderança mais forte, eliminar potenciais conflitos entre o CEO e o presidente do conselho, além de obter ganhos de eficiência através da unidade de comando (Amaral-Baptista et al., 2011). Este achado vai ao encontro da pesquisa de Lam e Lee (2008) ao encontrarem uma relação positiva entre a dualidade e o MTB.

Para as variáveis de controle, os coeficientes de regressão para o tamanho (LNTAM), receita (LNREC) e valor de mercado (LNMER) foram estatisticamente significativos, o que é consistente com estudos empíricos anteriores. Mas ao contrário das expectativas, o tamanho da empresa apresentou uma relação negativa, assim quanto maior o tamanho da empresa menor tende a ser o desempenho. Resultado semelhante foi observado nos estudos de Lam e Lee (2008) ao analisarem o setor de transporte dos Estados Unidos e Yasser e Mamun (2015) ao investigarem as empresas de capital aberto da Austrália, Malásia e do Paquistão. Por fim, a receita e o valor de mercado foram positivamente relacionadas, porém a receita apresentou uma relação negativa com o retorno sobre o patrimônio líquido.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo analisou a relação existente entre a dualidade do CEO e o desempenho corporativo das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2014. Para consecução do objetivo proposto procedeu-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental. Da população de 351 companhias abertas listadas na BM&FBovespa, exceto as classificadas, segundo a bolsa de valores brasileira, no setor econômico “Financeiro e Outros”, 132 compuseram a amostra, totalizando 660 observações.

Os resultados evidenciaram uma relação negativa para as medidas de desempenho ROE e *Q de Tobin*, alinhando os achados da pesquisa com os preceitos da Teoria da Agência. Ou seja, em uma estrutura em que a dualidade do CEO se faz presente, é possível que limite o papel do conselho de administração, conseqüentemente diminuindo o desempenho da empresa. O *Market-to-Book*, apresentou resultado positivo, adequando os achados da pesquisa aos preceitos da teoria do *Stewardship*.

O estudo utilizou-se de variáveis de controle tamanho, receita e valor de mercado, que se mostraram estatisticamente significativos. Os resultados trouxeram evidências como o fato de que o desempenho seria menor, na medida em que a empresa aumentasse de tamanho. As demais variáveis de controle demonstraram uma relação positiva, à exceção da receita que mostrou-se inversamente relacionada ao retorno sobre o patrimônio líquido.

Por fim, conclui-se que no caso brasileiro, a dualidade do CEO pode estar tanto positivamente como negativamente relacionada com o desempenho financeiro das empresas de capital aberto, corroborando assim com a Teoria da Agência e a Teoria do *Stewardship*.

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange a investigação a relação existente entre a dualidade do CEO e o desempenho corporativo das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, possui limitações. Destaca-se como limitação a utilização apenas de empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa que apresentaram todos os dados necessários para análise, no período de 2010 a 2014, que impossibilita a generalização para todas as empresas de capital aberto. Outra limitação encontra-se nas variáveis de controles utilizadas para determinação da relação da dualidade com o desempenho empresarial, visto que pode haver outras variáveis de controle que não foram abordadas neste estudo.

Como sugestão para trabalhos futuros, seria interessante um estudo similar a este com empresas do setor financeiro, ou analisar apenas um setor, visto que uma nova amostra permitirá a utilização deste estudo para fins de comparabilidade dos resultados. Além disso, pode ser utilizado outras variáveis de desempenho empresarial. Finalmente, cabe também sugerir que se realizem estudos sobre a relação da dualidade do CEO com o desempenho, comparando empresas familiares e não familiares.

## REFERÊNCIAS

- Albanese, R., Dacin, M. T., & Harris, I. C. (1997). Agents as Stewards. *Academy of Management Review*, 32(3), 609-611.
- Alchian, A. A. (1965). The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 14(1), 30-41.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.

- Amaral-Baptista, M. A., Klotzle, M. C., & Campelo de Melo, M. A. (2011). CEO duality and firm performance in Brazil: evidence from 2008. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 5(1), 11-23.
- Arthurs, J. D., & Busenitz, L. W. (2003). The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 28(2), 145-162.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporate and private property*. McMillan: New York, NY.
- Carapeto, M., M. Lasfer, & K. Machera, (2005). Does duality destroy value? *Working paper*, City University Business School, London.
- Christopher, J. (2010). Corporate governance: a multi-theoretical approach to recognizing the wider influencing forces impacting on organizations. *Critical Perspectives on Accounting*, Florida, 21(8), 683-695.
- Cornforth, C. (2004). The governance of cooperatives and mutual associations: A paradox perspective. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 75(1), 11-32.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Davis, Schoorman, and Donaldson Reply: The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory. *The Academy of Management Review*, 22(3), 611-613.
- Doğan, M., Elitas, B. L., Agca, V., & Ögel, S. (2013). The impact of CEO duality on firm performance: Evidence from Turkey. *International Journal of Business and Social Science*, 4(2), 149-155,
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532-550.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). Análise de dados. *Modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier.
- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- Gurajati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria básica*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier.

- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
- Jensen, M. C. (1989), Active Investors, LBOs, and the Privatization of Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, 35–44.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kang, E. & Zardkoohi, A. 2005. Board leadership structure and firm performance. *Corporate Governance: An International Review* 13(6): 785-799.
- Lam, T.Y., & Lee, S.K. (2008). CEO duality and firm performance: Evidence from Hong Kong. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 8(3), 299-316.
- Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, Governança Corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & De Campos Barros, L. A. B. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da Governança Corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63-72.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strat. Mgmt. J.*, 12, 155–160.
- Rediker, K. J., & Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
- Rhoades, L., Eisenberger, R., & Armeli, S. (2001). Affective commitment to the organization: the contribution of perceived organizational support. *Journal of applied psychology*, 86(5), 825.
- Saibaba, M. D. (2013). Do board independence and CEO duality matter in firm valuation?-an empirical study of Indian companies. *Journal of Corporate Governance*, 12(1), 50.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.
- Syriopoulos, T., & Tsatsaronis, M. (2012). Corporate governance mechanisms and financial performance: CEO duality in shipping firms. *Eurasian Business Review*, 2(1), 1-30.
- Wahba, H., & Elsayed, K. (2014). The effect of institutional investor type on the relationship between CEO duality and financial performance. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 9(3), 221-242.
- Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002), Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, 579–611.
- Yasser, Q. R., & Mamun, A. A. (2015). The impact of CEO duality attributes on earnings management in the East. *Corporate Governance*, 15(5), 706-718.