

**Características Estruturais do Conselho de Administração das Empresas Familiares  
Listadas no IBrX-100 e a sua Relação com o Desempenho Financeiro**

**WALDYGLEISE PAULINO DA SILVA**

*Universidade Federal da Paraíba*

**WENNER GLAUCIO LOPES LUCENA**

*Universidade Federal da Paraíba*

**Resumo**

As empresas de controle familiar ocupam um espaço bastante significativo na economia e uma das suas principais particularidades na gestão é o desafio de conciliar os interesses familiares e empresariais dentro de um mesmo ambiente, que quando não superados podem levar a ocasionar conflitos de agência dentro da organização. O Conselho de Administração, composto por características específicas, é tido como um dos principais componentes do sistema da governança corporativa, visando intermediar as relações existentes entre as partes, eliminando esses conflitos ocasionados. Nesse sentido, o presente estudo tem como objetivo verificar as relações existentes entre as características estruturais dos conselhos de administração e do comitê de auditoria das empresas familiares com o seu desempenho financeiro. A amostra da pesquisa é composta pelas companhias listadas pelo IBrX-100 considerando a série histórica de 2011 a 2013. A pesquisa tem natureza descritiva/explicativa, com abordagem predominantemente quantitativa. Para obtenção dos dados foram consideradas as informações sobre práticas de governança de 100 empresas selecionadas pelo IBrX-100 e presentes no Anuário de Governança Corporativa, da Revista Capital Aberto. Os resultados foram definidos por meio de análise comparativa dos dados, bem como a aplicação do modelo econométrico MQO (Mínimos dos Quadrados Ordinários), que comprovaram a existência de relação entre as características dos conselhos das empresas familiares com o seu desempenho financeiro, respondendo ao problema proposto. Para tanto, foram definidas como variável dependente o ROA, como *proxy* do desempenho financeiro, e como variáveis independentes o tipo de empresa, número de conselheiros, separação entre CEO e o Presidente do Conselho de Administração, conselheiro independente, o grau de independência do conselho de administração, média anual de remuneração do Conselho Fiscal, gastos anuais com auditoria e o Conselho Fiscal incorporando em suas atribuições as funções do Comitê de Auditoria, de modo que se tornasse possível verificar essa relação.

**Palavras chave:** Empresa Familiar, Conselho de Administração, Governança Corporativa.

## **1 Introdução**

O ambiente empresarial e familiar possuem características distintas, mas que ocupam os mesmos espaços quando se trata especificamente de empresas familiares. Decorrente dessa dualidade, essas organizações enfrentam em seu cotidiano o desafio de estarem constantemente buscando o equilíbrio entre essas duas variáveis (Beuren, Politelo & Martins, 2013).

Segundo Nascimento João, Santos e Cunha (2014), Empresas Familiares e Governança Corporativa são assuntos recentes na literatura, embora nas últimas décadas, venham tendo uma grande atenção na literatura de gestão e negócios. Destacam que, no Brasil, a maioria das empresas, dos grupos econômicos e até mesmo empresas multinacionais brasileiras, a exemplo da JBS e Coteminas, fazem parte do extenso grupo de empresas familiares. Entretanto, apesar desse cenário econômico brasileiro ser composto por grandes organizações familiares, ainda há uma lacuna existente na literatura brasileira a respeito desses temas, tornando-os um objeto de estudo com grande relevância para a academia, afirmam os autores.

Para Volpini, Bernardes e Patrus (2013), o conselho de administração é um mecanismo de intermediação dos *stakeholders* junto aos administradores de uma organização, de modo que sua função não consiste apenas em uma formalidade, mas sim em um meio de estabelecer direcionamentos de estratégia e controle, participando efetivamente do processo de tomada de decisão e exercendo o papel de responsável pelo alinhamento de interesses da companhia.

Um dos principais problemas observados que interferem no processo de governança, segundo o IBGC (2009), é o conflito de agência, existente entre os acionistas majoritários e os minoritários, justificado pela discrepância da propriedade obtida entre as partes. Afirmam que o Conselho de Administração, como intermediador da relação, busca preservar os interesses comuns aos sócios, não apenas considerando a relação entre sócios majoritários e minoritários, mas também nos conflitos de agência relacionados ao principal (sócios) e agentes (contratados para desempenhar funções a favor do principal), que de acordo com Martins, Mazer, Lustosa e Paulo (2012), como ambos tem interesses próprios, é provável que o agente nem sempre atue em benefício do principal, buscando maximizar os seus interesses individuais, caracterizando o conflito de agência.

Diante desse contexto, em que se percebe a significância de boas práticas de governança corporativa; a importância da atuação e composição do conselho de administração nas empresas de capital aberto; os conflitos de agência que envolve as empresas familiares; a relevância dessas empresas para o mercado financeiro brasileiro e a escassez da literatura à cerca do tema abordado, tornou-se oportuno e de interesse deste estudo responder à seguinte inquirição: Quais são as relações existentes entre as características estruturais do Conselho de Administração e do Comitê de Auditoria de empresas com base no desempenho financeiro? Para responder ao problema de pesquisa, o estudo tem como objetivo geral comparar e identificar as relações existentes entre as características estruturais do Conselho de Administração e do Comitê de Auditoria de empresas familiares e das empresas não familiares com base no desempenho financeiro.

## **2 Referencial Teórico**

### **2.1 Empresas Familiares e os Conflitos de Agência**

No ambiente organizacional familiar, é comum a percepção de membros da família em funções de controle, decorrente de seu maior potencial acionário, o que permite que os proprietários tenham maior capacidade de monitorar as decisões tomadas pelos gestores, amenizando o risco de que os agentes atuem em função de suas prioridades (Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007).

A teoria da agência, de acordo com Martins, Mazer, Lustosa e Paulo (2012), aborda em sua estrutura teórica uma análise da relação existente entre os indivíduos que compõem a relação contratual de uma organização, onde uma parte detém a propriedade e à outra é dado o controle organizacional. Dentro dessa perspectiva, que ambas as partes são detentoras de interesses divergentes, é dado o espaço para que sejam gerados os problemas denominados conflitos de agência. Para Sandenberg (2009) um dos fundamentos da abordagem econômica das organizações de maior relevância é constituído atualmente pela teoria da agência.

Os conflitos de agência se relacionam em duas visões diferentes no que se refere ao comportamento dos gestores, onde um tem o propósito de maximizar a riqueza dos acionistas e o outro de maximizar os seus interesses pessoais. Esses caminhos divergentes definidos à medida que o controle e a propriedade da empresa estão sob a responsabilidade de atores distintos (Almeida, Klotzle & Pinto, 2013).

Na visão de Ali, Chen e Radhakrishnan (2007), os conflitos de agência são relacionados em duas modalidades, conflitos de agência do Tipo I e do Tipo II, onde o primeiro é ocasionado por uma relação conturbada entre os proprietários e os gestores, e o segundo quando a incompatibilidade de interesses é gerada entre os acionistas majoritários e minoritários.

Segundo Anderson, Mansi e Reeb (2003), um dos principais motivos que ocasionam o conflito de agência do tipo I está relacionado à remuneração dos gestores que são determinadas pelo seu desempenho no exercício de suas funções, ou seja, à medida que os agentes estabelecem como prioridade o aumento de sua remuneração, eles deixam de atender as prioridades e interesses dos acionistas, utilizando práticas situacionistas para atingir seus objetivos pessoais, causando maiores problemas de agência e afetando a relação corporativa na organização.

Apesar dessas características de controle e monitoramento observada pela inserção dos membros familiares na estrutura corporativa da organização, que entende-se como positiva aos negócios, Sandenberg (2009), explica que uma das características marcantes das empresas familiares é o altruísmo, que se dá quando o proprietário deposita em um dos membros da família a confiança de que o mesmo tem competência para desempenhar determinadas atividades organizacionais em prol do crescimento da empresa, e mesmo percebendo que muitas vezes essa capacidade de gestão não é suficiente para o familiar estar à frente dos negócios essa escolha é mantida, podendo levar a companhia a incorrer em um elevado custo de agência e conseqüentemente à desagração de valor ao patrimônio.

Considerando os aspectos negativos causados às empresas familiares pelo conflito de agência do tipo II, o qual afeta sobremaneira esse tipo de organização, a perpetuação dos membros da família em cargos de gestão podem incorrer na manipulação do lucro da entidade, causando danos patrimoniais aos acionistas minoritários. Essa manipulação do lucro pode ser realizada também com o intuito de omitir efeitos contrários de operações realizadas para benefício dos acionistas majoritários (Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007).

## **2.2 Governança Corporativa e Empresa Familiar**

Na visão de Nascimento João, Santos e Cunha (2014), Governança Corporativa é uma maneira de harmonizar a relação organizacional entre os proprietários da companhia e os seus gestores de alto nível, na qual é possível gerar choques de interesses. Os autores explicam ainda que em corporações modernas, o objetivo da governança corporativa consiste em alinhar os interesses das partes envolvidas no ambiente organizacional, implicando na supervisão e controle das áreas que envolvem os proprietários, os gerentes e os membros que compõem o conselho de administração, pois são áreas onde comumente ocorrem esses conflitos.

De acordo com o IBGC (2009), o conceito de governança converge com o apresentado pelos autores supracitados, afirmando que trata-se de um sistema onde o relacionamento entre os proprietários, conselho administrativo, diretoria e órgãos de controle são envolvidos, de modo que a governança seja uma forma de monitorar, dirigir e incentivar os indivíduos desse conjunto no exercício de suas atribuições. Sugere que as boas práticas de governança corporativa têm como principal finalidade alinhar os interesses de ambas as partes de modo que atinja a satisfação de todos em função da agregação de valor à organização e a sua perpetuação no mercado.

No que se refere às empresas familiares, o IBGC (2009) as classificam como sendo àquelas que possuem “controle definido ou difuso, onde uma ou mais famílias detém o poder de controle”, e estabelecem princípios básicos de governança que alcançam não apenas as empresas familiares como também àquelas caracterizadas por outros tipos de controle.

Com base no texto exposto pelo IBGC é percebido que os princípios básicos de governança corporativa traçam ações que visam coibir os conflitos de agência que podem ocorrer entre os indivíduos que compõem a organização, como identificado nas empresas familiares no tópico 2.1 desse estudo, buscando o alinhamento de seus interesses de modo que seja alcançado o sucesso dos objetivos pretendidos pela companhia. Esse entendimento é fundamentado por Sampaio, Lima, Cabral e Paula (2014), que ratifica a contribuição da governança corporativa para amenizar os conflitos de agência além de assegurar que a adoção de boas práticas levam ao fortalecimento da companhia no mercado de capitais.

### **2.3 O Conselho de Administração e suas Particularidades**

A responsabilidade de nortear e direcionar a gestão das organizações, de maneira que sejam eliminados os confrontos de interesses dos atores organizacionais é dada ao Conselho de Administração (Martins, Mazer, Lustosa & Paulo, 2012), que quando possui em sua estrutura membros da família, ameniza os possíveis conflitos que possam ser gerados nessa relação. Brenes, Madrigal e Requena (2011), relatam que para a definição dos membros para compor a estrutura do conselho de administração é fundamental levar em consideração elementos tais como, características políticas, legais, fatores econômicos e cultura empresarial, e que, no tocante a empresas familiares é muito comum a utilização de fatores como confiança, respeito e a própria relação familiar para a designação de um membro para exercer uma função de controle nessa estrutura.

No que concerne à composição do conselho de administração, a redação da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, (Lei das Sociedades Anônimas), Cap. XII, Art. 140, discorre que “O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo [...]”. Já o IBGC (2009), sugere que em relação a essa quantidade de membros, deve ser observado o setor de atuação da companhia, o porte, a necessidade de comitês, a complexidade das atividades realizadas, ou seja, é algo a ser definido levando em consideração os parâmetros em que se enquadra a organização, contudo o instituto indica uma quantidade mínima de 5 (cinco) conselheiros e máxima de 11 (onze), pois acredita-se que são os limites ideais para que sejam aplicadas devidamente as suas funções.

Para Almeida, Klotzle e Pinto (2013), o papel do conselho de administração se destaca, na ocorrência desses conflitos (inclusive nos que ocorrem entre os acionistas majoritários e minoritários, comumente nas empresas familiares), pela sua finalidade de intermediar e reduzir os custos de agência.

Além da explicação da existência dos conselhos administrativos pela regulamentação legal, Gondrige, Clemente e Espejo (2012), acreditam que outras justificativas são dadas a essa existência diante da qualidade e efetividade nas organizações que são percebidas ao

longo do tempo. Nesse sentido, levando em consideração as afirmações dos diversos autores que discorrem na literatura apresentada nesse estudo, essa outra explicação pode ser considerada como os diversos meios de solucionar problemas organizacionais, especialmente os de agência, que ocorrem, segundo a literatura, nas grandes corporações.

### 2.3.1 O Comitê de Auditoria e como Extensão do Conselho de Administração

Conforme apresentado pelo Código de Governança Corporativa, IBGC (2009), o CA tem autonomia para a criação de comitês que possam ser a sua extensão dentro da companhia, com a finalidade de tratar de matérias específicas que necessitam ser tratadas de maneira mais aprofundada e que por demandarem uma maior quantidade de tempo não podem ser exercidas de forma eficaz pelo conselho. O instituto (2009) cita vários comitês que podem ser formados, entre eles o Comitê de Auditoria, que segundo Furuta e Santos (2010) está subordinado e deve ser formado por membros do Conselho de Administração independentes e especialistas na área.

A Bolsa de Valores BM&FBovespa, em Regimento Interno do Comitê de Auditoria, conceitua-o como sendo um órgão definido através de estatuto para assessorar o Conselho de Administração, de modo que esteja permanentemente vinculado e que sempre que necessário deverá se reportar ao CA, porém deve manter a sua independência em relação à diretoria. Sendo composto por 5 membros, onde pelo menos 1 e no máximo 2 devem ser conselheiros independentes e corroborando com o IBGC (2009), pelo menos 1 de seus membros deve ter conhecimento específico na área contábil.

## 3 Metodologia

### 3.1 Tipologia de Pesquisa

Este estudo, quanto aos objetivos, é predominantemente descritivo, uma vez que se propõe descrever as características estruturais dos conselhos de administração das empresas familiares e não-familiares de capital aberto. Como afirma Gil (2002), as pesquisas descritivas têm como principal objetivo descrever as particularidades de determinada população ou fenômeno, como também relacionar as variáveis que estão envolvidas em seu meio. Porém, ele também não pode deixar de ser classificado como explicativo, por necessitar de um aprofundamento acerca do assunto no âmbito de organizações com controle familiar, que é um campo pouco explorado, principalmente no que diz respeito à governança corporativa.

No que diz respeito aos procedimentos, será utilizado o método de análise de documentos (documental), pois essa técnica fornece as melhores condições para a obtenção de dados capazes de produzir as informações necessárias para a obtenção de resposta à inquirição em questão. Serão examinados documentos tais como, relatórios da administração, atas das assembleias gerais que elegeram e deram posse ao conselho de administração, entre outros. Contudo, tem como forte característica também, a bibliográfica, por se utilizar de livros, artigos científicos, periódicos e outras fontes científicas que darão sustentação à fundamentação teórica do estudo.

Segundo Gil (2002), existe uma grande semelhança entre esses dois procedimentos, que consiste no fato de ambos se utilizarem de materiais para a obtenção de informações, a diferença está na natureza das fontes dessas informações. Enquanto na bibliográfica se utiliza do conhecimento dos autores, por meio de livros, artigos, entre outras fontes, a documental busca seus dados em documentos que ainda não passaram pelo processo de avaliação, de tratamento.

Na visão de Oliveira (2012), quando um método se propõe a quantificar os dados obtidos através da observação ou outros meios de coletas, este é denominado de método

quantitativo e com base nesse conceito este estudo caracteriza-se como predominantemente como tal, visto que, a técnica utilizada para a coleta de dados se baseia na observação de documentos.

### **3.2 Amostra e Coleta de Dados**

As empresas selecionadas para a amostra dessa pesquisa serão àquelas listadas na BM&FBovespa, e após a seleção será realizado o processo de distinção de empresas familiares e não-familiares, com base no modelo adotado por Macedo, Silva, Oliveira e Marques (2014).

Com base na determinação supracitada, foram determinadas para o estudo as 100 companhias que apresentavam a maior liquidez em suas ações com base no índice Brasil – IBrX, considerando os anos que dispunham das informações mais recentes no mercado, 2011, 2012 e 2013. A consolidação desta amostra foi definida pelo fato dessas 100 companhias já estarem selecionadas e fazerem parte do anuário de governança corporativa elaborado pela revista Capital Aberto, onde são apresentadas as principais práticas de governança adotadas pelas companhias de capital aberto da Bovespa, de forma esquematizada, disponibilizando, portanto, os dados necessários para a análise com o objetivo de responder ao problema proposto por este estudo.

Após a definição da amostra, deu-se início à coleta e tratamento dos dados, os quais foram extraídos do anuário de governança corporativa e tabulados em planilha eletrônica, onde inicialmente buscou-se definir a classificação das empresas como sendo de controle familiar e controle não familiar. Em seguida com base na Economatica conseguiu os dados para o Retorno sobre o Ativo.

### **3.3 Definição das Variáveis e Análise de Regressão**

Para a determinação dessa variável, empresa familiar, considerou-se como *proxy* o controle acionário, de gestão e de propriedade, baseado no trabalho de Macedo, Silva, Oliveira e Marques (2014). Para a definição da variável por meio do controle acionário, observou-se os maiores acionistas diretos e determinando como de controle familiar àquelas em que os acionistas com maior percentual de ações fossem de empresa familiar. Para a definição pelo controle de gestão, foi considerada como de controle familiar quando mais de um membro do conselho de administração tinha em comum o mesmo sobrenome que caracterizassem como sendo da mesma família. Esgotando-se essas possibilidades de informações apresentadas pelo anuário de governança, foi consultado o sítio das empresas e analisado o histórico, verificando se a constituição ocorreu entre parentes e se houve perpetuação e/ou sucessão familiar, caracterizando a *proxy* propriedade.

Desta forma, ao concluir com base nessas três determinantes (controle acionário, de gestão e de propriedade) determinou-se 0 para aquelas companhias que foram classificadas como não familiar e 1 para aquelas que se caracterizaram como empresa familiar. Para a escolha desta variável tomou-se como base o estudo de Macedo, Silva, Oliveira e Marques (2014); Beuren, Politelo e Martins (2014); Ali, Chen e Radhakrishnan (2007).

Na metodologia da pesquisa foram utilizadas variáveis independentes para esclarecer as características do conselho de administração e conselho fiscal conforme apresentado no Quadro 3, onde são demonstrados os critérios utilizados para tratamento de cada variável, inclusive da supracitada, bem como as referências utilizadas para à sua determinação:

**Quadro 3: Definição do Tratamento de Dados das Variáveis**

Variável	Definição	Referências
EFAM	é representada por uma variável binária, onde (1) são empresas familiares, (0), para empresas não familiares.	Macedo, Silva, Oliveira e Marques (2014); Beuren, Politelo e Martins (2014); Ali, Chen e Radhakrishnan (2007).
NCONS	é o Número de Conselheiros, e é representada por valores contínuos.	Correia, Amaral e Louvet (2014); Almeida, Klotzle e Pinto (2013); Martins, Mazer e Lustosa (2012).
INDEP	é representado pela participação de Conselheiros Independentes é representado por uma variável binária, (1) quando o membro for independente no Conselho de Administração e (0) caso contrário.	Correia, Amaral e Louvet (2014); Almeida, Klotzle e Pinto (2013); Martins, Mazer, Lustosa e Paulo (2012); Gondrige, Clemente e Espejo (2012).
CEOPR	é a separação entre CEO e presidente do (CA) é representado por uma variável binária, (1) se as funções de CEO e de Presidente do (CA) são exercidas por pessoas diferentes e (0) em caso contrário.	Correia, Amaral e Louvet (2014); Hsu e Wu (2014); Gondrige, Clemente e Espejo (2012).
GICA	Grau de Independência do (CA) é a diferença entre a proporção de membros não executivos e membros executivos (internos) no conselho.	Silveira, Barros e Famá (2003) Gondrige, Clemente e Espejo (2012).
MAMCF	é o montante anual médio da remuneração do Conselho Fiscal é representado por valores contínuos.	Chen, Elder e Hsieh (2007); Jiang, Lee e Anandarajan (2008); Correia, Amaral, Louvet (2014)
PCAUD	assume o papel de comitê de auditoria, ou seja, (1) quando o Conselho Fiscal tem função de Comitê de Auditoria e (0) em caso contrário.	Chen, Elder e Hsieh (2007); Jiang, Lee e Anandarajan (2008)
GAAUD	é o gasto anual com auditoria independente, é representado por valores contínuos.	Chen, Elder e Hsieh (2007); Jiang, Lee e Anandarajan (2008)

Fonte: Adaptado de Martins *et al* (2012).

O grau de Independência do Conselho de Administração (GICA) é representado pela seguinte equação, com base nos estudos de Silveira, Barros e Famá (2003); Gondrige, Clemente e Espejo (2012):

$$GICA = \left( \frac{EXT}{NT} \right) - \left( \frac{INT}{NT} \right) \quad (1)$$

Onde:

NT – número total de membros do conselho;

EXT – número de membros não executivos da empresa (externos) no conselho;

INT – número de membros executivos da empresa (internos) no conselho.

Após a definição das variáveis foi estimado o modelo de regressão com base nos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), tendo como variável dependente o ROA. Cabe ressaltar que o modelo foi estabelecido com base nos trabalhos de Beuren, Politelo, Martins (2014); Correia, Amaral Louvet (2014); Sampaio, Lima, Cabral, Paula (2014); Macedo, Silva, Oliveira e Marques (2014); Almeida, Klotzle e Pinto (2013); Martins, Mazer, Lustosa e Paulo (2012); Gondrige, Clemente e Espejo (2012); Silveira, Barros e Famá (2003); Erhardt, Werbel e Shrader (2003); em que se tem a seguinte equação:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EFAM_{i,t} + \beta_2 NCONS_{i,t} + \beta_3 INDEP_{i,t} + \beta_4 CEOPR_{i,t} + \beta_5 GICA_{i,t} + \beta_6 MAMCF_{i,t} + \beta_7 PCAUD_{i,t} + \beta_8 GAAUD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Para identificar se existe uma relação entre as Características do Conselho de Administração e Auditoria o desempenho das empresas foi utilizada com base no modelo econométrico da equação 2 em que o ROA é a variável dependente em função de outras oito variáveis independentes, sendo cinco relacionadas ao Conselho de administração e três com relação ao conselho de aitoria, tais como  $\beta_0$  a constante,  $\beta_1 \dots n$  os parâmetros para as variáveis explicativas,  $i$  í-ésima observação e  $t$  é o tempo, ainda se tem o  $\varepsilon$  erro.

#### 4 Resultados e Análise dos Dados

Com o foco voltado para a resolução do problema proposto nessa pesquisa a análise dos resultados será disposta em duas sessões, onde a primeira será voltada para a análise descritiva das características dos conselhos de administração e de auditoria das empresas com controle familiar e não familiar, com base nos dados levantados, e a segunda para a apresentação das relações existentes encontradas entre essas características considerando o desempenho financeiro dessas companhias.

##### 4.1 Análise Descritiva das Características dos Conselhos

Considerando a quantidade de números de membros que compõem um conselho de administração como uma das principais características estruturais observou-se a ocorrência dessa característica nas empresas de controle familiar comparando-as com a ocorrência naquelas de controle não familiar. O critério usado como parâmetro foi a orientação dada pelo IBGC (2004), que determina que os conselhos de administração devam ter uma quantidade de membros que varie entre 5 e 11. A Tabela – 1 mostra que todas as companhias analisadas, sejam as de controle familiar ou não familiar, obedecem ao critério mínimo exigido pelo instituto, ou seja, nenhuma delas possuem um conselho com número de membros inferior a 5. Quanto à indicação de uma quantidade mínima e máxima, 85% das empresas familiares demonstraram um atendimento a esta prática de governança no primeiro ano de análise (2011), percentual que cresceu atingindo o seu máximo em 2012, com um total de aderência por parte de 97% das companhias, fechando o período de análise em 2013 com um total de 94% das empresas analisadas.

**Tabela 1** – Quantidade de membros Conselheiros de Empresas Familiares e Não Familiares

Categoria	Empresa Familiar			Empresa Não Familiar		
	2011 (%)	2012 (%)	2013 (%)	2011 (%)	2012 (%)	2013 (%)
Conselho com menos de 5 membros	0	0	0	0	0	0
Conselhos entre 5 e 11 membros	85	97	94	93	94	93
Conselhos com mais de 11 membros	15	3	6	7	6	7

Fonte: Adaptado de Gondrige, Clemente e Espejo (2012)

É possível observar que não há uma discrepância entre os percentuais que determine uma diferença entre as características das empresas familiares e das características das empresas não familiares no quesito *quantidade de membros conselheiros*, onde para a primeira categoria destaca-se a ocorrência de um percentual comum a todas as análises, na segunda categoria todos os resultados apresentam percentuais igual ou superior a 85% e na

terceira categoria não se observa um percentual superior a 15%. Traduzindo esses percentuais em números reais de membros, a Tabela 2 mostra que o número médio de conselheiros é em torno de 8 membros, o número mínimo é o estabelecido pelo IBGC (2004) e o máximo 16, que supera o máximo orientado pelo instituto. A quantidade de membros mais vista entre os conselhos observados é o total de 7, que sozinho representou quase 30% da amostra de empresas não familiares analisadas em 2013.

**Tabela 2** – Estatística descritiva do número de conselheiros por tipo de companhia 2011/2013

Tipo	Média	Mínimo	Máximo	Moda
Empresa Familiar	8	5	15	9
Empresa Não Familiar	9	5	16	7

**Fonte:** Adaptado de Martins et al (2012).

Diversos autores tratam o assunto da quantidade dos membros do conselho de administração de forma homogênea, ou seja, para eles quanto maior for o número de conselheiros menor é sua eficiência, pois, existe a possibilidade de conflitos para se atingir um denominador em comum, por outro lado quanto mais membros independentes, externos a companhia, mas se espera que o conselho de administração possa desempenhar suas funções de maneira eficiente. (Lipton & Lorsh, 1992; Jensen, 1993; Dutra & Saito, 2002; Moura & Beuren, 2011).

**Tabela 3** – Estatística descritiva do número de empresas do ibrx100 2011 a 2013 em %

Tipo	2011	2012	2013
Empresa Familiar	35,87	32	31
Empresa Não Familiar	64,13	68	69
TOTAL	100	100	100

**Fonte:** Adaptado de Martins et al (2012).

Os estudos de Anderson e Reeb (2003); Burkart, Panunzi e Shleifer (2003) enfatizam a importância das empresas familiares pelo mundo e mostraram que cerca de 30% das companhias de capital aberto são de controle familiar. Os achados nas empresas que pertencem ao IBRX100 corroboram com as pesquisas de Anderson e Reeb (2003); Burkart, Panunzi e Shleifer (2003), em que reforçam os resultados para o período de 2011 a 2013, que mostram que existem cerca de 33% das companhias familiares no IBRX100, conforme demonstrado na Tabela 3.

Dentre as características estruturais dispostas pelo IBGC (2004), estão os tipos de conselheiros que compõem os conselhos, que são os independentes, externos e internos. De acordo com o instituto, o ideal seria que todos os conselheiros se enquadrassem na modalidade de independente, ou seja, que eles não tivessem nenhuma ligação direta com a organização de modo que pudesse gerar algum interesse pessoal, porém o que é recomendado é que pelo menos 50% do seu quadro de membros se enquadre nessa modalidade.

De acordo com Dutra e Saito (2002) o Brasil é um país que se apresenta com uma forte concentração da propriedade acionária, dessa forma a independência do conselho esta intimamente ligada à influência dos seus membros nas decisões emanadas pelos acionistas controladores, que em muitos casos fica mais evidente nas empresas familiares. Diferentemente do que ocorre em países com propriedade acionária pulverizada.

O que foi possível identificar com base na análise da independência dos conselhos das companhias é que o percentual máximo da amostra das empresas familiares que atendem a

esse critério é de apenas 12% do total das empresas investigadas. No que tange à amostra das empresas não familiares esse percentual atinge 25% do total. Esses resultados sugerem que essa é uma prática de governança pouco considerada pelas organizações e que é possível verificar que essa inconformidade com relação a essa prática de governança pode ser vista em maior escala nas empresas de controle não familiar. Quando o tipo de conselheiro considerado é o externo, os resultados apresentam uma versão oposta, com praticamente todas as empresas compondo os seus conselhos com mais de 50% de conselheiros externos, que são aqueles que não apresentam um vínculo atual com a organização, mas que não são independentes. A Tabela 4 apresenta uma melhor visualização de como esses resultados se comportam em relação aos tipos de conselheiros, considerando a análise anual das amostras e comparando a sua ocorrência tanto nas empresas familiares como nas empresas não familiares.

**Tabela 4** – Tipos de Conselheiros por exigência do IBGC 2009.

Classes	Empresa Familiar			Empresa Não Familiar		
	2011 (%)	2012 (%)	2013 (%)	2011 (%)	2012 (%)	2013 (%)
Independentes (>50%)	6	12	3	15	19	25
Externos (>50%)	97	100	97	100	100	100
Internos (Nulo)	3	0	3	0	0	0

**Fonte:** Elaboração própria.

Diante do resultado apresentado é possível observar que a orientação no que se refere ao quesito *tipo de conselheiros* é atendida em partes pelas organizações, visto que os membros dos conselhos não devem de fato ser internos, como mostrado na Tabela 4, mas à medida que eles são externos deveriam também ser independentes, mas o que ocorre é uma relação inversamente proporcional.

Diversas pesquisas desenvolvidas no Brasil possuem forte influência norte-americana, a metodologia mais utilizada é que separa ou até mesmo diferencia os conselheiros internos e externos das empresas. Uma das mais citadas é a feita por Mônaco (2000) que analisou 647 empresas no ano de 1996, em que se identificaram os seguintes resultados: 70,4% são conselheiros externos e 29,6% são conselheiros internos para essas companhias. Ainda afirma, que quanto maior predomínio de conselheiros externos mais independência a companhia tem no mercado de ações. (Mônaco, 2000)

Quanto à existência de uma mesma pessoa ocupando os cargos de diretor-presidente e de presidente do conselho de administração, os resultados da pesquisa sugerem que essa é uma característica ainda vista com maior frequência nas empresas de controle familiar, embora a Tabela 5 mostre que o maior percentual da amostra analisada que não atende à recomendação de que esses cargos devem ser ocupados por pessoas diferentes, não atingem um percentual superior a 27, 27%, como pode ser visto no primeiro ano de análise. No ano seguinte é possível verificar que houve um aumento no percentual de aderência a essa prática, seguido de uma diferença de mais de 10% no último ano de análise, o que se depreende que ao longo dos anos as empresas de controle familiar passaram a considerar de forma mais efetiva a recomendação do código de governança, aderindo pessoas distintas para a ocupação desses cargos.

**Tabela 5 – CEO x Presidente do CA diferentes**

Classificação Empresarial	Percentual de Aderência		
	2011 (%)	2012 (%)	2013 (%)
Empresa Familiar	72,73	77,42	90,32
Empresa Não Familiar	91,53	97,5	98,5

Fonte: Dados da pesquisa (2015)

No que tange à aderência da distinção do CEO x Presidente do CA as empresas de controle não familiar apresentam resultados constantes nos três períodos de análises, sugerindo um alto grau de aderência à orientação do IBGC (2009).

De acordo com os dados da pesquisa, as empresas familiares apresentam uma menor aderência ao Conselho Fiscal Turbinado, ou seja, o Conselho Fiscal exercendo também a função do comitê de auditoria, em relação às empresas não familiares (Tabela 7). Esses resultados podem ser observados na Tabela 6, onde é possível observar que eles foram constantes nos três anos analisados.

**Tabela 6 – Conselho Fiscal x Comitê de Auditoria – Menor, médio e maior gasto anual (Empresas Familiares)**

Categoria	Empresas familiares		
	2011	2012	2013
Menor gasto anual com auditoria independente	261.800,00	175.000,00	128.000,00
Valor Médio dos gastos anuais com auditoria independente	1.982.270,00	3.060.806,45	2.794.741,94
Maior gasto anual com auditoria independente	10.844.000,00	40.275.000,00	45.939.000,00
Menor Remuneração média paga ao membro do Conselho Fiscal	54.000,00	18.576,00	60.807,00
Valor Médio da Remuneração média paga ao membro do Conselho Fiscal	125.070,71	120.249,75	118.631,80
Maior Remuneração média paga ao membro do Conselho Fiscal	338.306,00	347.200,00	118.631,80
Companhias em que o conselho fiscal exerce também o papel de comitê de auditoria	6%	6%	6%

Fonte: Dados da pesquisa (2015). Adaptado do Anuário de Governança Corporativa

Em decorrência dessa diferença entre o percentual das empresas familiares e das não-familiares, no tocante ao conselho fiscal também com o papel de comitê de auditoria, poder-se-ia sugerir que os valores gastos com auditoria nas empresas familiares deveriam ser maiores do que os gastos pelas empresas não-familiares, assim como a relação inversa considerando os gastos com o conselho fiscal, porém os valores gastos apresentados tanto na Tabela 6 quanto na Tabela 7 não estabelecem uma relação passível de conclusão.

**Tabela 7 – Conselho Fiscal x Comitê de Auditoria – Menor, médio e maior gasto anual (Empresas Não-Familiares)**

Categoria	Empresas não familiares		
	2011	2012	2013
Menor gasto anual com auditoria independente	205.903,00	83.000,00	31.000,00
Valor Médio dos gastos anuais com auditoria independente	3.655.859,76	2.886.779,41	3.208.913,04

Maior gasto anual com auditoria independente	30.674.000,00	29.085.000,00	29.836.000,00
Menor Remuneração média paga ao membro do Conselho Fiscal	32.141,00	14.016,00	30.032,00
Valor Médio da Remuneração média paga ao membro do Conselho Fiscal	94.251,36	98.675,14	105.759,70
Maior Remuneração média paga ao membro do Conselho Fiscal	198.000,00	301.013,00	299.200,00
Companhias em que o conselho fiscal exerce também o papel de comitê de auditoria	17%	9%	10%

**Fonte:** Dados da pesquisa (2015). Adaptado do Anuário de Governança Corporativa

Os valores demonstrados nas Tabelas 6 e 7 poderão ser explicados posteriormente na aplicação do modelo econométrico.

#### 4.2 Modelo Econométrico

Os resultados obtidos na Tabela 8 foram gerados a partir do *software* econométrico *Gretl*, aplicando o modelo MQO agrupado, usando 159 observações, considerando a variável dependente e as independentes determinadas.

**Tabela 8:** Modelo MQO agrupado, usando 159 observações com Variável dependente: ROA e Erros padrão robustos (HAC)

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor
const	0,057875	0,0312512	1,8519	0,06600*
MAMCF	-6,97894e-07	3,99067e-07	-1,7488	0,08237*
GAAUD	1,30059e-09	1,03287e-09	1,2592	0,20991
EFAM	0,000829586	0,0226007	0,0367	0,09707*
NCONS	0,00687452	0,000722394	9,5163	<0,00001***
CEOPR	-0,0330527	0,00740763	-4,4620	0,00002***
INDEP	0,0329288	0,0204457	1,6106	0,10938
PCAUD	0,0377427	0,0339356	1,1122	0,26784
GICA	0,0328488	0,0131617	2,4958	0,01365**

\*nível de significância 10%, \*\* nível de significância 5%,

\*\*\*nível de significância 1%

Fonte: Dados da Pesquisa, 2015.

A partir da análise da tabela 8 é possível verificar que para nível de significância de 10% as variáveis Médias Anual de Remuneração do Conselho Fiscal (MAMCF) e o tipo de empresa familiar ou não familiar (EFAM) são influenciados pelo ROA, ou seja, o desempenho financeiro é diferente quando se trata de empresas familiares e não familiares, no entanto, foi observado que Beuren, Politelo, Martins (2014) encontraram resultados diferentes, mas em âmbito internacional esses achados corroboram com Anderson e Reeb (2003); Andres (2008) e Shyu (2011). Isso pode ter ocorrido em função das empresas estudadas, ou seja, o IBRX100 são as 100 (cem) empresas mais líquidas do índice.

Erhardt, Werbel e Shrader (2003) realizaram uma pesquisa investigando a relação entre as características do Conselho de Administração e o desempenho de 127 companhias dos Estados Unidos. Os mesmos encontraram que essas características estavam positivamente associadas ao desempenho das empresas, complementando Anderson, Sattar e Reeb (2004) acrescenta o comitê de auditoria e encontra uma associação positiva. Corroborando com os achados de Martins, Mazer, Lustosa, Paulo (2012).

Analisando a Tabela 8 constata-se que a Média Anual de remuneração esta correlacionada negativamente com Retorno sobre o Ativo, ou seja, quanto maior o desempenho financeiro da empresa, menor será a média anual de remuneração do Conselho Fiscal. Correia, Amaral, Louvet (2014) encontraram resultados semelhantes quando relacionaram a remuneração e a separação do CEO e o Presidente do Conselho de Administração. Ou seja, há indícios que as características estruturais do Conselho de Administração e Auditoria interferem no desempenho das companhias.

Para o Grau de independência do Conselho de Administração, existe correlação significativa de 5% em relação ao desempenho financeiro das empresas, entretanto, tomando como base os estudos de Silveira, Barros e Famá (2003); Gondrige, Clemente e Espejo (2012); pode-se observar que os resultados encontrados na pesquisa foram diferentes.

Os resultados encontrados evidenciam que quanto maior número de conselheiros, melhores são o desempenho financeiro das empresas, corroborando com os achados de Correia, Amaral, Louvet (2014).

Chen, Elder e Hsieh (2007) em seus estudos demonstraram que os CEO e o Comitê de Auditoria independente possuem a capacidade de melhorar a qualidade da informação, evitando assim o gerenciamento de resultados.

**Tabela 9:** Teste do Modelo MQO agrupado

Média var. dependente	0,046127	D.P. var. dependente	0,127435
Soma resíd. quadrados	2,283998	E.P. da regressão	0,123396
R-quadrado	0,209855	R-quadrado ajustado	0,162381
F(8, 150)	2,313984	P-valor(F)	0,022781
Log da verossimilhança	111,7054	Critério de Akaike	-205,4109
Critério de Schwarz	-177,7907	Critério Hannan-Quinn	-194,1946
rô	0,250134	Durbin-Watson	1,288731

**Fonte:** Dados da Pesquisa, 2015.

Após a análise do modelo é preciso ter alguns pressupostos para garantir que a regressão não seja espúria, um deles é aplicação do erro robusto padrão, também não foi observada a presença de autocorrelação entre os resíduos, o teste de Durbin-Watson (Tabela 9) apresentou valor igual a 1,288731 estando dentro do limite estabelecidos (inferior 1, 256 e superior a 1, 714), de acordo com os achados o teste F é significativo para 5%, por fim o modelo com base no desempenho financeiro (ROA) é explicado em 16,24% as variáveis independentes.

## 5 Conclusões

Este estudo teve como objetivo identificar a composição estrutural do Conselho de Administração e de Auditoria das empresas familiares e não familiares com base no desempenho financeiro. Para tanto, foram distribuídas as variáveis em tipo de empresa, número de conselheiros, separação entre o CEO e o Presidente, conselheiro independente e o grau de independência do conselho de administração, já as variáveis que faziam parte do Conselho de Auditoria foram: Média Anual de Remuneração do Conselho Fiscal, Gastos Anuais com Auditoria e o conselho fiscal assumindo o papel de comitê de auditoria.

Foi observado que o número de empresas familiares de 33%, corrobora com os achados internacionais. Em geral as empresas familiares possuem menos conselheiros externos e mais conselheiros internos. As empresas não familiares possuem mais conselheiros independentes. Considerando a descrição das características dos conselhos constatou-se que às empresas não familiares apresentam uma maior aderência às práticas de governança, seguindo as orientações do IBGC (2009).

Das oito variáveis estudadas cinco foram significativas, no entanto, com algumas particularidades, por exemplo, a Média anual de remuneração do conselho fiscal e a separação do CEO e o presidente do Conselho de Administração são correlacionadas negativamente. As outras três mostram que existe diferenças no desempenho financeiro entre empresas familiares e não familiares e o número de conselheiros e o grau de independência entre as companhias. É possível depreender também dos resultados apresentados que o atendimento às práticas de governança corporativa influencia positivamente no desempenho das empresas.

Em virtude dos resultados encontrados conclui-se que há uma relação existente entre as características das empresas familiares e o seu desempenho financeiro, porém, é preciso destacar que os resultados da pesquisa são válidos para as companhias presentes nesta amostra, não podendo ser generalizados. Diante desta constatação sugere-se que para pesquisas futuras possam ser realizadas análises mais aprofundada na composição das características estruturais das empresas familiares ou até mesmo a replicação desta com amostras distintas.

### Referências

- Ali, A.; Chen, T.; & Radhakrishnan, S (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*. n. 44, p. 238-286, 2007. Retrieved Feb 17, 2015 from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165410107000195>
- Almeida, R. S. de; Klotzle, M. C.; Pinto, A. C. F. (2013). Composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica no Brasil. *Revista de Administração da UNIMEP*. n. 1, v. 11, p. 156-180, Jan./Abr. Recuperado em 15 de fevereiro, 2015 de <[www.spell.org.br/documentos/download/9964](http://www.spell.org.br/documentos/download/9964)>.
- Anderson, R. C.; Mansi, S. A. & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*. n. 68, p. 263-285. Retrieved Feb 17, 2015 from [www.sciencedirect.com/.../pii/S03044405X03000679](http://www.sciencedirect.com/.../pii/S03044405X03000679) .
- Beuren, I. M.; Politelo, L.; & Martins, J. A. S. *Influência da Propriedade Familiar no Desempenho das Empresas da BM&FBovespa*. Recuperado em 17 fevereiro, 2015 de [http://www.furb.br/\\_upl/files/especiais/anpcont/2013/cue%2015.pdf?20141123211650](http://www.furb.br/_upl/files/especiais/anpcont/2013/cue%2015.pdf?20141123211650)
- Beuren, I. M.; Nass, S.; Theiss, V.; Cunha, P. R. (2013). Caracterização Proposta para o Comitê de Auditoria no Código de Governança Corporativa do Brasil e de Outros Países. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*. v. 7, n. 4, art. 5, p. 407-423, out./dez. Recuperado em 15 fevereiro, 2015 de [www.spell.org.br/documentos/download/18276](http://www.spell.org.br/documentos/download/18276).
- BM&FBovespa. *Regimento Interno do Comitê de Auditoria*. Recuperado em 15 fevereiro 2015 de [http://ri.bmfbovespa.com.br/fck\\_temp/26\\_2//Regimento Interno do Comitê de Auditoria.pdf](http://ri.bmfbovespa.com.br/fck_temp/26_2//Regimento_Interno_do_Comite_de_Auditoria.pdf)
- Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976* (1976). Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília. Recuperado em 17 fevereiro, 2015 de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm).

Brenes, E. R.; Madrigal, K.; Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*. n. 64, p. 280-285. Recuperado em 15 fevereiro de 2015 de <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296309003014>

Chen, K. Y.; Elder, R. J.; Hsieh, Y. M. (2007). Corporate Governance and Earnings Management: The Implications of Corporate Governance Best-Practice Principles for Taiwanese Listed Companies. *Journal of Contemporary Accounting and Economics, Forthcoming*. n. 2, v. 13, p. 73-105. Dez. Retrieved Feb 17, 2015 from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=981926](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=981926)

Comissão de Valores Mobiliários. (2002) *Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa*. Jun. 2002. Recuperado em 15 fevereiro de 2015 de <http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>

Correia, L. F.; Amaral, H. F.; Louvet, P. (2014). Remuneração, Composição do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade: Evidências Empíricas do Mercado Acionário Brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. n. 1, p. 2-37. Recuperado em 15 fevereiro de 2015 de <http://asaaccounting.info/asaa/article/view/115/0>

Furuta, F.; Santos, A. dos. (2010) Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. **Revista Contabilidade & Finanças**. n. 53, v. 21, p. 1-23. Recuperado em 15 fevereiro de 2015 de <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34315>

Gil, A. C. (2002). *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*. 4 ed. São Paulo: Atlas.

Gondrige, E. de O.; Clemenente, A.; Espejo, M. M. dos S. B. (2012). Estrutura do conselho de administração e valor das companhias brasileiras. *Brazilian Business Review*. n. 2, p. 72-95. Recuperado em 15 fevereiro de 2015 de <http://www.spell.org.br/documentos/download/7966>

Gonsalves, P. E. (2007). *Iniciação à Pesquisa Científica*. 4 ed. Campinas, SP: Alínea.

Hsu, H.; Wu, C. Y. (2014). Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. *The British Accounting Review*. n. 46, p. 215-227. Retrieved Feb 17, 2015 from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0890838913000899>

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*, 4 ed. São Paulo-SP, 2009. Recuperado em 17 fevereiro, 2015 de <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18180>.

Kitagawa, C. H.; Ribeiro, M. S. (2009) Governança corporativa na América Latina: a relevância dos princípios da OCDE na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, v. 20, n. 51, art. 5, p. 61-76. Recuperado em 17 fevereiro, 2015 de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/6386/governanca-corporativa-na-america-latina--a-relevancia-dos-principios-da-ocde-na-integridade-dos-conselhos-e-autonomia-dos-conselheiros/i/pt-br>

- Macedo, M. A. da S.; Silva, G. E.; Oliveira, G. J. de.; Marques, J. A. V. da C. (2014) *Análise do Impacto do Controle Familiar sobre a Qualidade das Informações Contábeis no Brasil: um estudo com foco na análise de relevância do lucro*. RJ, EnANPAD. Recuperado em 17 fevereiro, 2015 de [http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2014\\_EnANPAD\\_CON1009.pdf](http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2014_EnANPAD_CON1009.pdf)
- Martins, O. S.; Mazer, L. P.; Lustosa, P. R. B.; & Paulo, E. (2012). Características e Competências dos Conselhos de Administração de Bancos Brasileiros e sua Relação com seu Desempenho Financeiro. *Revista Universo Contábil*. n. 3, p. 40-61, Jul./Set. Recuperado em 17 fevereiro, 2015 de <http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/2483>
- Marconi, M. A. & Lakatos. E. M.(2003). *Fundamentos de Metodologia Científica*. 5 ed. São Paulo: Atlas.
- Nascimento João, B. do; Santos, T. B. de S.; Filho Cunha, W. G. (2014). Research in Corporate Governance & Family Firms: A Research Agenda. *Organizações e Contexto*. n. 19, p. 131-153, Jan./Jun. Retrieved Feb 17, 2015 from <http://www.bibliotekevirtual.org/index.php/2013-02-07-03-02-35/2013-02-07-03-03-11/332-roc/v10n19/2926-v10n19a06.html>
- Sampaio, R. B. Q.; Lima, B. C. C.; Cabral, A. C. de A.; & Paula, A. L. B. de. (2014). A governança Corporativa e o retorno das Ações de Empresas de Controle Familiar e de Controle não Familiar no Brasil. *Revista de Gestão*. n. 2, p. 221-236. Recuperado em 17 fevereiro, 2015 de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/32762>
- Sandemberg, D. P. (2009) *Conflito de Agência às Aversas: Rompendo com o Altruísmo Familiar*. SP, EnANPAD. Recuperado em 15 fevereiro de 2015 de <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/EOR2825.pdf>
- Silveira, A. D. M. da S.; Barros, L. A. B. de C.;& Famá,R. (2003). Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *RAE- Revista de Administração de Empresas*. n. 3, v. 43, jul-set. Recuperado em 15 fevereiro de 2015 de <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/viewFile/37423/36185>
- OECD. (2004) *Princípios de Governança Corporativa da OECD*. 2004. Recuperado em 15 fevereiro de 2015 de <http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>
- Volpini, B. S. K.; Bernardes, P.; & Patrus, R. (2013). O papel do Conselho de Administração da Sociedade Civil de Interesse Público: Fiscalização ou Legitimação? *AOS-Amazônia, Organizações e Sustentabilidade*. n. 2, p. 61-78, Ago./Dez. Recuperado em 17 fevereiro, 2015 de <http://www.unama.br/seer/index.php/aos/article/view/70>.