

CEO *Duality* e Desempenho Organizacional: Evidências no Mercado Brasileiro de Capitais

YNGRID CABRAL LIMA DA COSTA

Universidade Federal da Paraíba

ORLEANS SILVA MARTINS

Universidade Federal da Paraíba

Resumo

CEO *duality* é a prática em que o *Chief Executive Officer* (CEO) exerce tanto a função de presidente da empresa quanto a de presidente do seu Conselho de Administração. A literatura existente até então mostra aspectos positivos e negativos de impacto ao desempenho organizacional quando isso acontece. A abordagem da Teoria da Agência sugere que estas duas funções devem ser exercidas por pessoas diferentes. Nesse sentido, este estudo teve como objetivo verificar a relação existente entre a CEO *duality* e o desempenho corporativo das empresas listadas no IBrX-100 no período de 2008 a 2013. A amostra contou com 70 empresas, totalizando 420 observações. Para verificar a relação proposta pelo presente estudo, foram utilizadas duas estratégias estatísticas: o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários e o Probit. Os resultados mostraram que a dualidade não afetou o desempenho organizacional quando comparada com as demais variáveis explicativas, sendo afetada apenas pelo tamanho do conselho, já que foi a única significativa a um nível de 5%, indo de encontro aos achados de Daily e Dalton (1997) e Moscu (2013). Tal resultado corrobora a premissa de que quanto maior é a dualidade, ou quando existe a dualidade, menor será o número de membros no Conselho de Administração, confirmando que quando existe a dualidade geralmente as decisões tendem a ser centralizadas em poucas pessoas para evitar a perda do controle por parte dos gestores. Embora as pesquisas de maneira geral não tenham chegado a resultados conclusivos no que se refere ao impacto que a prática da dualidade pode acarretar de fato às organizações, este estudo contribui com uma maior compreensão acerca de sua influência no desempenho organizacional no âmbito brasileiro, que é pouco explorado nesse sentido.

Palavras-chave: CEO *duality*, desempenho corporativo, governança corporativa.

1. INTRODUÇÃO

O Conselho de Administração desempenha um importante papel nas organizações ao ser responsável pela tomada de decisões estratégicas imprescindíveis ao desenvolvimento das empresas. A abordagem da Teoria da Agência, exposta por Jensen e Meckling (1976), trata da questão da separação entre propriedade e controle no âmbito corporativo, de modo que os conflitos de interesse existentes podem representar uma ameaça à consecução dos objetivos organizacionais. Silveira, Barros e Famá (2003, p. 51) destacam que “o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma companhia”. Desse modo, a maneira como as empresas dispõem o Conselho de Administração e gerenciam suas estratégias pode impactar significativamente suas práticas de governança e seus resultados futuros.

Uadiale (2010) explica que a governança corporativa continua a receber atenção considerável dos acadêmicos, participantes do mercado e órgãos reguladores nos últimos anos porque a teoria fornece pontos de vista conflitantes no que diz respeito principalmente ao impacto da estrutura do Conselho de Administração sobre o controle e o desempenho das empresas, enquanto as evidências empíricas também são inconclusivas nesse sentido. O Conselho de Administração tem também uma importante função que é a de fiscalizar e supervisionar a gestão em nome dos acionistas. A fim de evitar possíveis conflitos de interesse e proteger os interesses dos acionistas, supõe-se que o desempenho e a eficácia do conselho seja influenciado por fatores como a qualificação de seus componentes, a quantidade de membros que o compõem, a dualidade de funções do *Chief Executive Officer* (CEO) como presidente do conselho e da empresa, a presença de pessoas que não tenham relação direta com a empresa, dentre outros fatores (Brennan, 2006).

Krause, Semadeni e Canella Jr. (2014) definem *CEO duality*, ou dualidade de funções, como a prática em que uma única pessoa exerce tanto a função de CEO quanto a de presidente do Conselho de Administração e destacam que esse é um tema que vem despertando o interesse de acadêmicos há algumas décadas, embora as pesquisas de maneira geral não tenham chegado a resultados conclusivos no que se refere ao impacto que essa prática pode acarretar de fato às organizações. Baliga e Moyer (1996) explicam que o interesse na dualidade emergiu principalmente porque se supõe que ela tenha implicações significativas para o desempenho organizacional e para a governança corporativa. Os autores ressaltam ainda que os defensores da dualidade argumentam que ela pode levar a um desempenho superior, já que permitiria uma liderança clara para fins de formulação e implementações de estratégias.

No entanto, não existe um consenso claro quanto a essa questão, tendo em vista que alguns estudos na literatura internacional, tais como o de Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1993), sugerem que a *CEO duality* aumenta o custo de agência e pode trazer uma série de implicações negativas ao desempenho corporativo. No Brasil, estudos que explorem esses temas ainda não escassos. Dessa maneira, propõe-se investigar com maior profundidade como a dualidade pode impactar o desempenho organizacional, com o intuito de promover maior compreensão acerca das variáveis representativas desse fenômeno e como elas podem estar relacionadas à dualidade de maneira mais direta.

Nesse contexto, o objetivo central deste estudo é verificar a relação existente entre a *CEO duality* e o desempenho das empresas listadas no IBrX-100 no período de 2008 a 2013. Com o intuito de alcançar tal objetivo, foram analisadas, conforme Moscu (2013), características-chave que são de interesse nas relacionadas à *CEO duality*, tais como: tamanho

da empresa, alavancagem e estrutura de propriedade e gestão. Sendo assim, tem-se o seguinte problema de pesquisa: de que forma a CEO *duality* afeta o desempenho das empresas de capital aberto no Brasil?

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. O papel da Governança Corporativa

A governança corporativa trata sobre as formas pelas quais os investidores das empresas ou financiadores de recursos podem garantir a obtenção do retorno sobre aquilo que foi investido (Shleifer & Vishny, 1997). Por vezes os investidores se questionam sobre as maneiras de garantir que terão de fato um retorno eficaz ao confiar seus recursos para que sejam gerenciados por outra pessoa e de que não serão investidos em projetos ruins, por exemplo. A governança corporativa é importante no sentido de fornecer tais garantias e mecanismos que possam minimizar os possíveis conflitos de agência e assimetrias informacionais que venham a existir. Arruda, Madruga e Freitas Junior (2008) afirmam que para minimizar o problema de agência, a administração deve ser cercada por um sistema de controle de gestão, no qual os controles devem ser feitos de forma integrada e unificada

Discussões provenientes de temas voltados às relações de estrutura de propriedade e conflitos de interesse compõem uma vertente importante quando se trata de governança corporativa. As pessoas geralmente possuem interesses divergentes, influenciados por sua bagagem cultural e personalidade, que vão moldando os desejos e anseios dos indivíduos aos poucos. No âmbito organizacional não é diferente, ou seja, as pessoas apesar de estarem presentes para cumprir os objetivos organizacionais, também tem seus próprios objetivos e enxergam na organização um meio de alcançá-los. Rodrigues (2013, p. 68) ressalta que “a relação entre o proprietário e o gestor é influenciada pelos pressupostos comportamentais, pois esses envolvem a possibilidade de oportunismo e a racionalidade limitada do homem, que permitem que essa relação seja pautada pela desconfiança.”

Jensen e Meckling (1976) destacaram em seu trabalho a teoria da estrutura de propriedade e aspectos até então pouco explorados da teoria da agência e que de certa forma serviram de pontapé inicial para a temática, guiando diversos estudos posteriores. Esses autores definem a relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas, o(s) principal (is), emprega outra pessoa, o agente, para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão do agente. No entanto, se ambas as partes se propuserem a maximizar sua própria utilidade, então nem sempre o agente irá agir de acordo com os interesses do principal, fato este que pode ocasionar um possível conflito de interesses.

Shleifer e Vishny (1997) destacam que em países que possuem sistemas fortes de governança corporativa respaldados por uma proteção legal eficaz, como Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão, é provável que problemas tais como os conflitos de agência sejam minimizados. Claessens e Yurtoglu (2013) destacam que principalmente nos países em desenvolvimento, assim como o Brasil, mudanças nos sistemas de governança são extremamente necessárias diante do ambiente político e legal instáveis e da ampla concentração de propriedade que por vezes favorece os grandes acionistas e empresários, que têm interesse de promover apenas seus próprios interesses. Esses autores destacam, também, que uma série de reformas precisam ser feitas em países emergentes, abrangendo aspectos políticos e legais, em que o papel da governança, dos conselhos de administração, dos códigos

de boas práticas de governança, das relações com *stakeholders* e da transparência, de maneira geral, devem ser revisados para a promoção de um ambiente estável e que inspire confiança aos investidores e em todas as partes envolvidas com as organizações, impactando até mesmo em um melhor desenvolvimento econômico para esses países (Claessens & Yurtoglu, 2013).

Reforçando essa ideia, La porta *et al.* (2000) sugerem que uma reforma com enfoque na convergência legal e funcional deve ser realizada, mas com certa cautela pois principalmente em países com fraca proteção legal, de nada adianta querer impor normas diversas se o país não tem condições de cumprir ou se procura promover apenas os interesses de grupos políticos dominantes. A proteção aos investidores estimula o mercado financeiro e os países que protegem seus acionistas tem mercados de ações mais valiosos. Por consequência, o desenvolvimento financeiro pode acelerar o crescimento econômico e melhorar a alocação de recursos de um país. Daí a relevância de pensar a governança corporativa não só como um mecanismo que possa trazer benefícios apenas no âmbito da empresa, mas que impacte sobremaneira o ambiente macroeconômico.

Caixe e Krauter (2013) enfatizam o contexto brasileiro em que a elevada concentração de propriedade na estrutura acionária pode culminar na sobreposição da propriedade e da administração das companhias, fato este que aumentaria a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários. No entanto, Holanda e Coelho (2014) constataram que observando o panorama temporal, houve uma leve redução da concentração de propriedade no Brasil nos anos mais recentes, que pode ser explicada principalmente pela iniciativa da BM&FBovespa em instituir listagens especiais de empresas que aderiram explicitamente às práticas diferenciadas de governança corporativa e de adoção de medidas de proteção a acionistas minoritários. Nesse sentido, haja vista o histórico brasileiro, tona-se relevante o estudo da relação da dualidade de funções na alta gestão das empresas e seu desempenho organizacional.

2.2. CEO *duality* e Desempenho Organizacional

Os conselhos de gestão são importantes para as organizações e para a governança corporativa e podem trazer inúmeros benefícios para o cumprimento das estratégias organizacionais, caso a composição do conselho e atuação dos conselheiros sejam eficazes. De acordo com Dutra e Saito (2002), um dos objetivos básicos de acadêmicos, associações profissionais e organismos multilaterais dentro dessa temática é analisar o perfil dos integrantes destes órgãos e identificar quais as composições ideais para estes conselhos, de forma a tornar sua atividade de supervisão mais eficiente. Andrade *et al.* (2009, p. 6) destacam que “dentre as atividades do conselho de administração, estão o monitoramento das decisões e a supervisão da gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos”. Sendo assim, a maneira como o conselho funciona e exerce suas atribuições pode impactar de maneira significativa a performance organizacional.

Xie, Davidson e DaDalt (2003) definem CEO *duality* como a situação em que uma mesma pessoa exerce as funções tanto de presidente do conselho quanto de presidente da empresa. Fama e Jensen (1983) argumentam que a dualidade de cargos do CEO, ou seja, atuar como diretor executivo da empresa e como presidente do seu conselho de administração, viola a questão da separação entre propriedade e gestão da qual trata a teoria da agência. Este fato, por sua vez, impediria 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 acionistas da empresa.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), por meio de seu Código das Melhores Práticas de Governança, indica alguns caminhos desejáveis e traz apontamentos importantes para que as organizações possam alcançar melhores níveis de governança refletidos em suas práticas. Em relação à CEO *duality*, mais especificamente, o código sugere que se deve evitar o acúmulo das funções de presidente do conselho e diretor executivo pela mesma pessoa, pelo fato de as atribuições do presidente do conselho serem diferentes e complementares às do diretor executivo e para que não haja concentração de poder, em prejuízo da supervisão adequada da gestão.

Além das recomendações acerca da dualidade, é interessante observar que outros aspectos também podem influenciar significativamente as práticas de governança corporativa. Silveira, Barros e Famá (2003) ressaltam que uma maior participação de membros independentes no conselho e um número adequado de membros também são práticas de governança recomendadas e podem ser alcançadas por meio de estruturas de governança adequadas.

Moscu (2013) explica que a dualidade de funções nesse caso pode ser um problema porque as pessoas que são responsáveis pelo desempenho da empresa são as mesmas que deveriam avaliar sua eficiência. Desse modo, a avaliação de desempenho fica comprometida e pode conduzir a um sub-desempenho da empresa no longo prazo. Além disso, a concentração de poder nas mãos apenas de um executivo pode levar a um excesso de responsabilidade nas mãos dessa pessoa, o que pode levar à ineficiência organizacional. Moscu (2013) esclarece que de acordo com a Teoria da Agência, o mais indicado seria a separação entre as duas posições para evitar qualquer tipo de conflito. No entanto, Stoeberl e Sherony (1985) e Anderson e Anthony (1986) (*apud* Iyengar & Zampelli, 2009) afirmam que a CEO *duality* fornece um único ponto focal para a liderança da empresa, criando assim uma imagem de estabilidade firme, inculcando confiança na gestão da empresa e fomentando uma melhor comunicação entre a administração e o conselho de administração.

Chen, Li e Yi (2008) não encontraram evidências significativas de que a CEO *duality* afete a performance das empresas listadas no índice S&P 500 no período de 1999 a 2003. O estudo de Uadiale (2010), ao analisar o impacto da estrutura do conselho de administração na performance organizacional e financeira das empresas da Nigéria revelou uma associação negativa entre o ROE e a CEO *duality*. O autor sugere ainda a partir de seus achados, que preferencialmente seria melhor manter um conselho com grande quantidade de pessoas e membros externos, pois isso poderia contribuir para a melhora do desempenho financeiro das empresas. Peng (2004), em um estudo com 405 empresas listadas na Bolsa de Valores de em Xangai e Shenzhen, relatando um impacto positivo e estatisticamente robusto da CEO *duality* sobre o desempenho da empresa, medido pelo ROE. Iyengar e Zampeli (2009), utilizando o ROA como *proxy* para a performance, encontraram resultados que sugerem que a dualidade não maximizou o valor das empresas.

Donaldson e Davis (1991) e Rodrigues (2013) citam a Teoria *Stewardship*, que contrasta com a indicação da Teoria da Agência, pois sugere que o desempenho organizacional melhoraria ao dar maior flexibilidade ao gestor e às práticas de governança corporativa, de modo que poderia ser mais indicado ter o comando nas mãos de uma única pessoa, pois os gestores procuram alinhar seus interesses aos dos acionistas para evitar conflitos que ponham em risco sua reputação. No Brasil, Amaral-Baptista, Klotze e Melo (2011) encontraram indícios de que nas empresas em que o CEO e presidente do conselho são a mesma pessoa tiveram um desempenho significativamente superior em 2008.

Com base no exposto, percebe-se que as evidências acerca do reflexo da dualidade de funções na gestão e no desempenho das empresas ainda são conflitantes. No Brasil,

especificamente, estudos que abordem essa temática ainda são escassos, com destaque para o trabalho de Amaral-Baptista, Klotze e Melo (2011), analisando apenas o ano de 2008. Dessa forma, a realização deste estudo se torna relevante, haja vista a abordagem de um período de seis anos, a partir de 2008 até o ano de 2013, buscando esclarecer essa relação no mercado brasileiro. Sendo assim, a partir de Amaral-Baptista, Klotze e Melo (2011), sugere-se a seguinte hipótese de pesquisa:

HI: A CEO *duality* está associada positivamente com o desempenho da empresa.

3. METODOLOGIA

3.1. Definição da amostra

Este estudo foi desenvolvido como pesquisa exploratório-descritiva, com abordagem quantitativa por meio da utilização de dados secundários do período de 2008 a 2013. Para análise do presente estudo, as empresas que serviram como amostra foram as pertencentes ao IBrX-100, referentes à carteira teórica correspondente ao período de setembro a dezembro de 2014. O levantamento das empresas foi realizado na primeira quinzena de dezembro de 2014. Justifica-se a escolha das empresas pertencentes ao IbrX-100 pelo fato de o mesmo ser composto pelos 100 papéis mais negociados e de maior liquidez da BM&FBovespa. Como uma das variáveis utilizadas neste estudo se refere ao seu valor de mercado, este critério foi importante para garantir que o valor das empresas foi estimado de forma mais robusta.

Dentre as empresas que compõem o índice, foram excluídas aquelas que não apresentavam informações de pelo menos uma das variáveis utilizadas no modelo, durante o período analisado. Justifica-se a exclusão de dados incompletos diante do objetivo de buscar um painel balanceado e melhor inferência nos resultados. Obteve-se, então, uma amostra composta por 70 empresas, ao longo de 6 anos, perfazendo um total de 420 observações. As empresas que compuseram a amostra estão ilustradas na Tabela 1.

Tabela 1 – Empresas que compõem a amostra.

AES Tiete	CPFL Energia	Gol	MMX Mineração	Souza Cruz
All America Latina Logística	Cyrela Realt	Hypermarcas	MRV	Sul América
Ambev S/A	Duratex	Iguatemi	Multiplan	Suzano Papel
Arteris	Eletrobras	Itausa	Odontoprev	Taesa
B2W Digital	Eletropaulo	JBS	Oi	Telefônica Brasil
BM&FBovespa	Embraer	Klabin S/A	Pão de Açúcar	Tim Part. S/A
BR Malls	Energias BR	Light S/A	PDG Realty	Totvs
BRF S/A	Eneva	Localiza	Petrobras	Tractebel
Brookfield	Estácio Part.	Lojas Americanas	Porto Seguro	Ultrapar
CCR	Even	Lojas Renner	Raia Drogasil	Usiminas
Cemig	Eztec	M. Dias Branco	Randon	Vale
Cesp	Fibria	Marcopolo	Rossi Residencial	Valid
Cia Hering	Gafisa	Marfrig	Sabesp	Via Varejo
Copel	Gerdau	Minerva	Sid Nacional	Weg

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto à classificação das empresas supracitadas em setores, de acordo com a Economatica®, conforme demonstra a Tabela 2, a maioria da amostra é composta por empresas do setor de energia elétrica e também por aquelas que não se enquadram em nenhuma das classificações, expostas aqui como “Outros”.

Tabela 2 – Empresas da amostra por setor.

Setor	Quantidade
Alimentos e Bebidas	6
Comércio	5
Construção	8
Energia Elétrica	12
Finanças e Seguros	3
Máquinas Industriais	1
Mineração	2
Outros	12
Papel e Celulose	3
Petróleo e Gás	1
Química	2
Siderurgia e Metalurgia	3
Software e Dados	1
Telecomunicações	3
Têxtil	1
Transporte e Serviços	4
Veículos e Peças	3
Total	70

Fonte: Dados da pesquisa.

A coleta de dados foi realizada a partir da base de dados da Economatica®, dos Formulários de Referência fornecidos pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do período compreendido de 2008 a 2013 e das informações disponíveis nos *sites* das referidas empresas, na área de Relação com os Investidores. Também foram consultadas informações no endereço eletrônico da BM&FBovespa.

3.2. Definição do modelo e das variáveis

Para responder o problema de pesquisa, a análise empírica para verificar a relação entre as variáveis foi realizada por meio de regressões lineares múltiplas e de testes estatísticos de confirmação. Foram utilizados dois métodos para a análise de regressão: o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e o Método Probit. Primeiramente, partindo da hipótese de que o retorno sobre o ativo (ROA) possa ser escrito como função da dualidade (DUAL), investidores institucionais (INST), concentração de propriedade (CONC), tamanho da empresa (TAMANHO), alavancagem (D/PL) e tamanho do conselho (TAMCONSELHO), estimou-se esse modelo através do método MQO. Para os dados disponíveis, pode-se construir um vetor de regressores, que podem interferir no resultado da variável dependente Y, conforme Equação 1.

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \varepsilon \quad (1)$$

Em que, k é o número de empresas da amostra, Y é a variável dependente que mensura a performance da empresa, representada pelo ROA; e X_k representa as variáveis independentes.

Moscu (2013) ressalta que para testar a relação entre a variável que indica a existência da dualidade de funções de CEO e presidente do conselho de administração é necessário o uso de um modelo Probit. Os modelos tipo Probit são não-lineares e a variável dependente é binária. Neste estudo, o modelo Probit é estimado conforme a Equação 2.

$Pr(Y=1/X) = Pr(Y=1/X_1, X_2, \dots, X_n)$, onde Pr denota probabilidade

$$Y^* = \alpha + \sum X \beta + \varepsilon \quad (2), \text{ em que } Y = \begin{cases} 1 & \text{se } Y^* > 0 \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

Na Tabela 3 são apresentadas as variáveis dependente e independentes, com suas respectivas descrições e forma de estimação.

Tabela 3 – Descrição das variáveis.

Variável dependente	
ROA	Retorno sobre os ativos totais
Variáveis independente	
DUAL	CEO e Presidente do Conselho de Administração são a mesma pessoa. Se essas funções são realizadas por apenas por uma pessoa a <i>dummy</i> assume valor 1 e 0 caso contrário.
INST	O maior acionista é um investidor institucional.
CONC	A variável <i>dummy</i> que assume valor 1 no caso de empresas com participação acionária concentrada (os três primeiros acionistas possuem mais de 50% das ações das empresas listadas) e 0 no caso de empresas com participação acionária dispersa.
TAMANHO	O tamanho da empresa é medido através do logaritmo de seu valor de mercado.
D/PL	A razão entre a dívida total bruta e o patrimônio líquido. Representa uma medida de alavancagem.
TAMANHOCONSELHO	Quantidade de membros efetivos do Conselho de Administração.

Fonte: Adaptado de Moscu (2013).

O modelo utilizado é uma versão adaptada daquele utilizado por Moscu (2013) ao estudar o mesmo objeto de pesquisa em empresas da Romênia, em que a variável dependente foi o ROA para mensurar o impacto do desempenho sobre as variáveis explicativas, ou independentes. O ROA é uma medida amplamente utilizada como variável dependente em pesquisas que procuram relacionar o desempenho corporativo a outras variáveis, e é bastante empregada em estudos que procuram verificar a relação entre o desempenho e a CEO *duality* (Lam & Lee, 2008, Amaral-Baptista, Klotze, & Melo, 2011).

No que se refere à questão da relação entre a dualidade e a existência de investidores institucionais, Moscu (2013) explica que em empresas onde existe a dualidade pode ser comum a participação maior de destes, além uma maior alavancagem financeira, indicando um acompanhamento externo mais de perto, que pode ser necessário para reduzir o problema de agência. Dessa forma, espera-se uma relação negativa entre o ROA e estas variáveis.

A questão da participação acionária concentrada pode explicar o fato de que quanto maior for a concentração, maior será a chance de existir a dualidade de funções, sugerindo que haja queda de performance da empresa (Moscu, 2013).

Em relação ao tamanho da empresa, de acordo com Holtz *et al.* (2013, p. 330) “estudos apontam que o tamanho da organização interfere nas suas escolhas administrativas”. Silveira, Barros e Famá (2003) esclarecem que alguns estudiosos acreditam que a efetividade do conselho diminui a partir do momento em que ultrapassa certa quantidade de membros. Pizetta e Costa (2013) listam alguns fatores que contribuem para a integridade do conselho e um desses fatores consiste no tamanho do conselho, pois interfere na agilidade e confiança das decisões tomadas. Além disso, o próprio Código das Melhores Práticas de Governança recomenda que o número de conselheiros esteja entre 5 e 11, ou seja, espera-se uma relação negativa entre as variáveis ROA e TAMCONSELHO, quanto maior a quantidade de membros, menor seria o desempenho organizacional

4. ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

As estatísticas descritivas são apresentadas na Tabela 4. Em média, a dualidade das funções foi observada em cerca de 17,62% das empresas que da amostra. Observa-se que cerca de 26,00% das empresas pertencentes ao índice concentram propriedade. Neste caso, a propriedade é considerada concentrada quando os três primeiros acionistas possuem mais de 50% das ações de uma empresa. Além disso, em média, 22,38% são controladas por investidores institucionais, fato este que, se comparado à média de concentração acionária, indica que é pequena a proporção de empresas. Destaca-se, ainda, que a média do tamanho do conselho no período estudado é de 8,91 membros e o número mínimo foi de 5,00, de acordo com as recomendações do Código das Melhores Práticas de Governança do IBGC (2009).

Tabela 4 – Estatísticas Descritivas. 2008-2013.

Estatísticas	DUAL	INST	CONC	TAMANHO	D/PL	TAMANHO CONSELHO
Média	0,176190	0,223810	0,305476	15,79756	98,78429	8,909524
Mediana	0,000000	0,000000	0,000000	15,70657	68,90000	9,000000
Máximo	1,000000	1,000000	10,00000	19,75633	1044,000	17,00000
Mínimo	0,000000	0,000000	0,000000	11,83803	-1,339,500	5,000000
Desvio-Padrão	0,381437	0,417293	0,782105	1,254884	149,9526	2,342184
Assimetria	1,699867	1,325303	8,323679	0,405792	0,161941	0,901244
Curtose	3,889549	2,756429	98,50363	3,976125	31,91846	4,050954

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: em que DUAL é a variável *dummy* para a existência de dualidade, INST é a variável *dummy* para a existência do maior acionista sendo investidor institucional, CONC é a variável *dummy* para representar o caso de empresas com participação acionária concentrada ou não, TAMANHO representa o tamanho da empresa, D/PL representa a alavancagem e TAMANHOCONSELHO refere-se a quantidade de membros no conselho.

Verificou-se que o ano de 2008 apresentou a maior proporção de empresas em que as funções de CEO e presidente do conselho eram exercidas pela mesma pessoa (um total de 22,86%), conforme demonstra a Tabela 5. Com exceção do ano 2010, que apresentou um pequeno crescimento em relação ao ano anterior, percebe-se um fenômeno de redução nos anos seguintes. A constatação da diminuição da presença da dualidade ao longo do período estudado vão ao encontro dos resultados do estudo de Holanda e Coelho (2014), que indicam uma leve redução na concentração de propriedade no Brasil.

Tabela 5 – CEO Duality. 2008-2013.

Dualidade	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CEO e o Presidente do Conselho são a mesma pessoa	16	13	14	12	11	9
CEO e o Presidente do Conselho são pessoas diferentes	51	57	56	58	59	61
Empresas em que ocorre CEO Duality (%)	22,86%	18,57%	20,00%	17,14%	15,71%	12,86%

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 6 mostra a matriz de correlação com o intuito de verificar o grau de associação entre cada uma das variáveis. A variável dualidade de funções (DUAL) está negativamente correlacionada com as variáveis concentração de propriedade (CONC), tamanho da empresa (TAMANHO), alavancagem (D/PL) e tamanho do conselho (TAMANHOCONSELHO). De acordo com Brooks (2008), essa matriz só indica problema de multicolinearidade quando a correlação entre as variáveis é superior a 0,8. De acordo com a Tabela 3, verifica-se que, de maneira geral, a multicolinearidade não afeta os modelos estimados, pois as variáveis não estão fortemente correlacionadas.

Tabela 6 – Matriz de Correlação. 2008-2013.

Variáveis	DUAL	INST	CONC	TAMANHO	TAMANHO CONSELHO	D/PL
DUAL	1,000					
INST	0,037	1,000				
CONC	-0,005	0,031	1,000			
TAMANHO	-0,166***	-0,231***	0,037	1,000		
TAMANHOCONSELHO	-0,104**	-0,043	-0,034	0,077	1,000	
D/PL	-0,046	0,104**	0,022	-0,046	0,043	1,000

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: em que DUAL é a variável *dummy* para a existência de dualidade, INST é a variável *dummy* para a existência do maior acionista sendo investidor institucional, CONC é a variável *dummy* para representar o caso de empresas com participação acionária concentrada ou não, TAMANHO representa o tamanho da empresa, D/PL representa a alavancagem e TAMANHOCONSELHO refere-se a quantidade de membros no conselho. *** é significativa ao nível 5% e ** ao nível de 1%.

Dessa forma, foi estimado o primeiro modelo por MQO. Conforme Tabela 7, pode-se verificar que o coeficiente de determinação do modelo (R²) foi de 0,093, indicando que cerca de 9,3% das variações do ROA podem ser explicadas pelo modelo estimado e que podem existir outros fatores, que não os citados, que possam contribuir para uma melhor especificação do modelo. Tal resultado é semelhante ao modelo de Moscu (2013) que serviu de base para a construção deste.

O modelo como um todo foi estatisticamente significativo ao nível de 1%, haja vista sua estatística F (7,067). A estatística de Durbin-Watson foi próxima de 2, indicando que não há correlação entre os resíduos. Quanto às variáveis, verifica-se que a variável TAMANHO da empresa apresentou relação positiva e significativa (1,683) com o desempenho organizacional, enquanto o TAMANHOCONSELHO apresentou relação negativa e significativa (-0,658). Já as demais variáveis não foram estatisticamente significantes.

Sobre as relações esperadas, o resultado negativo do tamanho do conselho corrobora as constatações de Silveira, Barros e Famá (2003), indicando que quanto maior for a quantidade de membros, menor pode ser o desempenho organizacional nos casos em que exista a dualidade. No que se refere à variável DUAL, a falta de significância de sua relação com o ROA sugere que o acúmulo de funções não afeta o desempenho das companhias brasileiras, pelo menos não o desempenho medido por essa variável, indo de encontro aos resultados de

Daily e Dalton (1997) e Moscu (2013). Todavia, o mercado brasileiro apresenta algumas características diferentes de mercados desenvolvidos, como a fraca proteção legal aos investidores e o menor nível de governança corporativa. Esses aspectos podem explicar a relação inesperada.

Ademais, chega-se à conclusão de que o desempenho, mensurado pelo ROA, está negativamente relacionado apenas à alavancagem (D/PL), com coeficiente -0,002, e ao tamanho do conselho (TAMANHOCONSELHO), com coeficiente -0,658. Os coeficientes são significativos apenas para as variáveis que dizem respeito ao tamanho da empresa e tamanho do conselho, pois os *p*-valores são inferiores a 0,05.

Tabela 7 – Resultado da Regressão (MQO). 2008-2013.

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
C	-15,07257	4,855729	-3,104080	0,0020
DUAL	0,834551	0,967182	0,862868	0,3887
INST	0,213286	0,915165	0,233057	0,8158
CONC	0,489344	0,465446	1,051344	0,2937
TAMANHO	1,683668	0,307500	5,475349	0,0000
D/PL	-0,003897	0,002453	-1,588439	0,1130
TAMANHOCONSELHO	-0,658349	0,165977	-3,966498	0,0001
R-quadrado	0,093112			
R-quadrado ajustado	0,079937			
Estatística F	7,067271			
Prob(estatística F)	0,000000			
Durbin-Watson	1,942153			

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados empíricos mostram que para as empresas analisadas a dualidade de funções poderia levar a uma alta performance, caso fosse comprovada sua significância, pois o sinal do coeficiente de regressão é positivo, fazendo com que a hipótese H1 não fosse rejeitada e portanto, corroborando com os achados de Donaldson e Davis (1991), Amaral-Baptista, Klotze e Melo (2011) e Rodrigues (2013). No entanto, esse resultado não é significativo, pois o *p*-valor é superior a 0,05, não sendo possível ratificar os achados dos autores supracitados.

A Tabela 8 mostra os resultados da estimação quando a dualidade passa a ser uma variável dependente no modelo Probit. Gujarati (2006) esclarece que o baixo R² não deve ser motivo de preocupação no caso de modelos não lineares de respostas qualitativas com regressores dicotômicos, tais como o Probit, pois essa não é a medida adequada para avaliá-lo.

Analisando os coeficientes do novo modelo, todas as variáveis estão relacionadas negativamente à dualidade, mas apenas a variável que diz respeito ao tamanho do conselho é significativa. Isso que corrobora a premissa de que quanto maior é a dualidade, ou quando existe a dualidade, menor será o número de membros no Conselho de Administração, ou seja, confirmando que quando existe a dualidade geralmente as decisões tendem a ser centralizadas em poucas pessoas para evitar a perda do controle por parte dos gestores, conforme explica Moscu (2013).

Tabela 8 – Resultado da regressão (PROBIT) . 2008-2013.

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística z	Prob.
C	0.753590	0.979656	0.769239	0.4418
INST	-0.014974	0.180130	-0.083129	0.9337
CONC	-0.056298	0.112408	-0.500831	0.6165
TAMANHO	-0.048883	0.064052	-0.763179	0.4454
D/PL	-0.000544	0.000486	-1.119787	0.2628
TAMANHOCONSELHO	-0.097299	0.033753	-2.882693	0.0039
McFadden R-quadrado	0.034196			

Fonte: Dados da pesquisa

Pode-se dizer então, que os resultados mostraram que a dualidade não afetou o desempenho organizacional quando comparada com as demais variáveis explicativas, sendo afetada apenas pelo tamanho do conselho já que foi a única significativa a um nível de 5%, indo de encontro aos achados de Daily e Dalton (1997) e Moscu (2013).

5. CONCLUSÃO

Um dos temas de destaque quando se trata de Governança Corporativa é a Teoria da Agência e os conflitos que podem existir quando não há a separação entre propriedade e controle. A maneira como as organizações são geridas, bem como a disposição da estrutura da gestão são importantes, pois impactam diretamente na tomada de decisão estratégica e consequentemente nos rumos que a organização irá tomar no curto e longo prazo. Partindo da perspectiva da agência, no que se refere à questão da dualidade, os códigos das melhores práticas de governança ao redor do mundo costumam indicar que as funções de diretor-presidente e presidente do conselho das companhias sejam realizadas por pessoas distintas.

O presente estudo procurou identificar a relação existente entre a CEO *duality* e o desempenho corporativo das empresas listadas na BM&FBovespa que compõe o índice IBrX-100, sendo essas as 100 empresas com papéis mais líquidos e as mais negociadas entre as demais listadas. A amostra final foi composta por 70 das 100 empresas. Para tanto, foram analisados os dados referentes aos Conselhos de Administração, composição acionária e estrutura de capital das empresas que compuseram a amostra. Os estudos empíricos voltados a essa temática normalmente divergem em seus resultados, não sendo possível inferir de maneira mais geral o impacto que essa prática pode acarretar nas organizações.

Os resultados demonstraram que em média cerca de 17% das empresas são compostas por pessoas que exercem a função tanto de diretor-presidente quanto de presidente do conselho, fato este que caracteriza a dualidade. No entanto, notou-se que esses números vem se reduzindo no decorrer dos anos.

Os resultados aqui encontrados através da estimação por meio do MQO e Probit, expõem que a dualidade está positivamente relacionada ao desempenho, indo contra inclusive a sugestão do IBGC em seu Código das Melhores Práticas de Governança. Porém, a análise indica a não significância do resultado, fazendo com que não se possa concluir que de fato é isso que acontece ou indicar que alguma das hipóteses pode ser rejeitada ou não. Quanto ao tamanho do conselho, constatou-se que quanto maior a dualidade, menor será a quantidade de membros. Boone *et al.* (2007) ao estudarem os determinantes do tamanho e composição do conselho, também obtiveram resultados inconclusivos e sugerem que fatores idiossincráticos afetam muitas das características individuais dos conselhos de administração e contribuem para que os resultados encontrados continuem inexplicados.

REFERÊNCIAS

- Amaral-Baptista, M. A., Klotze, M. C., & Melo, M. A. C. (2011). Ceo duality and firm performance in Brazil: evidence from 2008. *RPCA*, 5(1), 24-37.
- Andrade, L. P., Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4-31.
- Arruda, G. S., Madruga, S. R., & Freitas Junior, N. I. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Rev. Adm. UFSM*, 1(1), 71-84.
- Boone, A.L., Field, L.C., Karpoff, J.M., & Raheja, C.G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85, 66-101.
- Brennan, N. Boards of Directors and Firm Performance: is there an expectations gap? *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 577-593.
- BROOKS, C. (2008). *Introductory econometrics for finance*. (2nd ed). Cambridge: Cambridge University Press.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013)A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*. 24(62), 142-253.
- Chen, C. W., Lin, J. B., & Yi, B. Ceo duality and firm performance: an endogenous issue. *Corporate Ownership & Control*, 6(1), 58-65.
- Claessens, S., & Yutorglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Daily, C., & Dalton, D. (1997). CEO and board chair roles held jointly or separately: Much ado about nothing? *The Academy of Management*, 11(3), 11-20.
- Donaldson, L., & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory? CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-65.
- Dutra, M. G. L., & Saito, R. (2002). Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(2), 9-27.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2) 301-325.
- Gujarati, Damodar. (2006). *Econometria básica*. (4a ed.). Rio de Janeiro: Campus.

Holanda, A. P., & Coelho, A. C.; (2014). Estrutura de Propriedade em Firms Brasileiras: Trajetória entre 1998 -2012. *Revista de Finanças Aplicadas*. 3, 1-39.

Holtz, L., Vargas, L. H. F., Macedo, M. A. F., & Bortolon, P. M. (2013). Análise do tamanho do conselho de administração: evidências no mercado brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*. São Paulo, 6(3), 321-347.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (4a ed.) Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP : IBGC.

Iyengar, R., & Zampelli E. M. (2009). Self-Selection, Endogeneity, and the Relationship between CEO Duality and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 30(10), 1092-1112.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48(3), 831–880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Krause, R., Semadeni, M., Canella Jr, A. A. (2014). CEO Duality: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256–286.

La Porta, R., Shleifer, A., Lopez-de-Silanes, F., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

Lam, T. Y., & Lee, S. K. (2008). CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong. *Corporate Governance*, 8(3), 299–316.

Moscu, R. G. (2013). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*. 2(1), 156-166.

Peng, M.W. (2004). Outside directors and firm performance during institutional transitions. *Strategic Management Journal*. 25(5), 453–471.

Pizetta, K. C., & Costa, F, M. (2013). O Papel do Conselho de Administração na Contratação da Empresa de Auditoria: Evidências Empíricas no Brasil. *REPeC*, Brasília, 7(3), 291-304.

Rashid, A. (2013). CEO duality and agency cost: evidence from Bangladesh. *Journal of Management and Governance*, 17(4), 989-1008.

Rodrigues, A. A. D. O. N. (2013). Uma análise comparativa entre a Teoria da Agência e a Stewardship. *Revista Fafibe On-Line*, 6(6), 67-77.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (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. *RAE*, 43(3), 50-64.

Uadiale, O. M. The impact of board structure on corporate financial performance in Nigeria. (2010). *International Journal of Business and Management*, 5(10), 155-166.