

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS
MESTRADO EXECUTIVO EM GESTÃO EMPRESARIAL**

**IMPACTO DO RISCO SOBRE A DILIGÊNCIA DOS
CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO DAS
EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO BRASILEIRAS**

DISSERTAÇÃO APRESENTADA À ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO
PÚBLICA E DE EMPRESAS PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE

VICTOR FURTADO DE MATTOS RODRIGUES

Rio de Janeiro - 2018

Rodrigues, Victor Furtado de Mattos

Impacto do risco sobre a diligência dos conselheiros de administração
das empresas de capital aberto brasileiras / Victor Furtado de Mattos

Rodrigues. - 2018

49 f.

Dissertação (mestrado) - Escola Brasileira de Administração Pública e de
Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa.

Orientador: Alvaro Bruno Cyrino.

Inclui bibliografia.

1. Administração de risco. 2. Governança corporativa. 3. Empresas -
Diretores. I. Cyrino, Alvaro Bruno. II. Escola Brasileira de Administração Pública e
de Empresas. Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa. III. Título.

CDD – 658.155

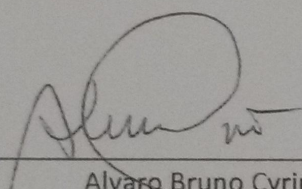
VICTOR FURTADO DE MATTOS RODRIGUES

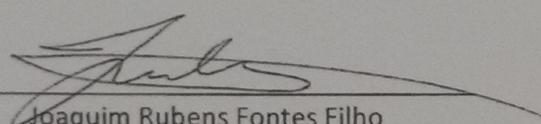
**"IMPACTO DO RISCO SOBRE A DILIGÊNCIA DOS CONSELHEIROS DE ADMINISTRAÇÃO
DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO BRASILEIRAS".**

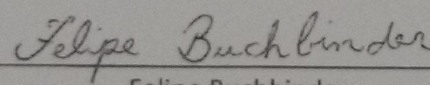
Dissertação apresentado(a) ao Curso de Mestrado Profissional Executivo em Gestão
Empresarial do(a) Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas para
obtenção do grau de Mestre(a) em Administração.

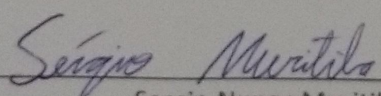
Data da defesa: 03/12/2018

ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA



Alvaro Bruno Cyrino
Orientador(a)

Joaquim Rubens Fontes Filho
Membro Interno

Felipe Buchbinder
Membro Interno

Sergio Nunes Muritiba
Membro Externo

RESUMO

Objetivo – Investigar o impacto do risco sobre a diligência dos conselheiros de administração das empresas de capital aberto brasileiras.

Metodologia – Por meio de um estudo longitudinal, foi avaliado o impacto do risco sobre a diligência dos conselheiros de administração de 176 companhias brasileiras de capital aberto. Usando como marco temporal o ano de 2008 – ano em que os casos de responsabilização de conselheiros por especulação envolvendo derivativos cambiais ganharam notoriedade no Brasil – foram definidos dois períodos distintos para coleta de dados: janeiro de 2006 a dezembro de 2007 e janeiro de 2016 a dezembro de 2017. Com o intuito de expurgar possíveis diferenças culturais no registro das atas das reuniões do conselho, o modelo foi construído com base no método de diferenças em diferenças. A análise baseou-se inteiramente em dados secundários. Diligência foi operacionalizada com base na quantidade de itens registrados nas atas das reuniões dos conselhos de administração.

Resultados – O estudo demonstrou que risco é um componente que, de fato, impacta o nível de diligência empregado pelos conselheiros de administração. Utilizando situação econômico-financeira como *proxy*, verificou-se que risco impacta o nível de diligência. Contudo, ao contrário do esperado, o presente estudo demonstrou que os conselheiros de administração se tornam menos diligentes na medida em que a situação econômico-financeira da companhia se deteriora (e vice-versa). Adicionalmente, o presente estudo demonstrou que o aumento da efetividade dos mecanismos externos de governança corporativa, verificado por meio da intensificação da atividade sancionadora do regulador e do aumento da atenção dada pela mídia à atuação dos conselhos de administração, impactou positivamente a diligência dos conselheiros.

Limitações – A amostra constituiu-se por empresas que estavam em operação tanto em 2006 quanto em 2017. Assim, empresas que possivelmente vivenciaram situações de elevado estresse podem não ter sido capturadas na pesquisa.

Aplicabilidade do trabalho – A partir dos resultados do trabalho, o regulador e a mídia podem conhecer a real dimensão do impacto que provocam sobre o comportamento dos conselheiros de administração.

Construções para a sociedade – Ao conhecerem a importância do seu papel, o regulador e a mídia podem intensificar a fiscalização sobre a atuação dos conselheiros de administração, contribuindo para o efetivo cumprimento da legislação, para o aumento da transparência e, consequentemente, para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Originalidade – Pelo conhecimento do autor, este é o primeiro estudo que relaciona risco com diligência.

Palavras-chave: Risco; Diligência; Conselheiros de Administração; Mecanismos externos de governança corporativa.

Categoria do artigo: Dissertação de Mestrado

ABSTRACT

Purpose – The purpose of this work is to investigate the impact of risk on the diligence of Brazilian publicly listed companies' directors.

Design/Methodology – Through a longitudinal study, it was evaluated the impact of risk on the diligence of 176 Brazilian publicly listed companies' directors. Using 2008 as a timeframe, year in which cases of directors' liability for speculation involving exchange rate derivatives gained notoriety in Brazil, two distinct periods for data collection were defined: January 2006 to December 2007 and January 2016 to December 2017. In order to eliminate possible cultural differences, the model was constructed using differences-in-differences technique. The analysis was entirely based on secondary data. Diligence was operationalized based on the number of items on the boards of directors' meetings.

Findings – The study demonstrated that risk is a component that, in fact, impacts the level of diligence employed by board of directors. Using company's economic-financial situation as proxy, it was verified that risk impacts the level of diligence. However, contrary to what was expected, the present study demonstrated that the directors become less diligent as the company's economic-financial situation deteriorates (and vice versa). In addition, the present study demonstrated that the increase in the effectiveness of external corporate governance mechanisms, verified through the intensification of the regulator's sanctioning activity and the increase in the attention given by the media to the board's performance, had a positive impact on the diligence of the directors.

Research limitations - The sample consisted of companies that were in operation both in 2006 and in 2017. Thus, companies that may have experienced high stress may not have been captured in the survey.

Practical implications - From these results, the regulator and the media can know the real dimension of the impact that they have on the behavior of the directors.

Social implications - Knowing the importance of their role, the regulator and the media can intensify oversight of the performance of the board of directors, contributing to effective compliance with legislation, increasing transparency and, consequently, the development of the national capital market.

Originality - To our knowledge, this is the first study that relates risk with diligence.

Keywords: Risk; Diligence; Board of Directors; External corporate governance mechanisms.

Paper category: Master's thesis

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	1
2	REFERENCIAL TEÓRICO	3
	2.1 IMPACTOS DA MOTIVAÇÃO SOBRE O COMPORTAMENTO DOS CONSELHEIROS	3
	2.2 IMPACTOS DA HABILIDADE SOBRE O COMPORTAMENTO DOS CONSELHEIROS	5
	2.3 IMPACTOS DA DINÂMICA DA ATIVIDADE EM GRUPO SOBRE O COMPORTAMENTO DOS CONSELHEIROS.....	6
	2.4 TIPOLOGIA DO CA BASEADA EM SEU COMPORTAMENTO	9
	2.5 COMPORTAMENTOS LEGALMENTE EXIGIDOS DOS CONSELHEIROS NO BRASIL.....	10
	2.6 RISCOS INCORRIDOS PELOS CONSELHEIROS NO BRASIL	11
	2.7 MECANISMOS EXTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	13
3	METODOLOGIA	16
	3.1 VARIÁVEL DEPENDENTE.....	16
	3.2 VARIÁVEL INDEPENDENTE	17
	3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	17
	3.4 SUMÁRIO DAS VARIÁVEIS DO MODELO	19
	3.5 MODELO	21
4	RESULTADOS.....	23
	4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	23
	4.2 RESULTADOS DA REGRESSÃO	25
5	DISCUSSÃO	28
6	CONCLUSÃO	32
	6.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO	34
	REFERÊNCIAS	35
	Apêndice A – Tratamento da variável situação econômico-financeira	39
	Apêndice B – Validação do modelo.....	41
	Apêndice C – Matriz de correlação	43

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 –	Histograma ($DILI_1 - DILI_0$)	24
Gráfico 2 –	Comparação de médias ($DILI_0$ e $DILI_1$)	25
Gráfico 3 –	Histograma dos resíduos da regressão	41
Gráfico 4 –	Dispersão dos resíduos da amostra	42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 –	Sumário das variáveis do modelo	20
Tabela 2 –	Estatística descritiva	23
Tabela 3 –	Resultados da regressão	26
Tabela 4 –	Teste de Kolmogorov-Smirnov dos resíduos da amostra	42
Tabela 5 –	Matriz de correlação – Período 2017/16.....	43
Tabela 6 –	Matriz de correlação – Período 2007/06.....	44
Tabela 7 –	Matriz de correlação – Período 2017/16 - 2007/06.....	45

1 INTRODUÇÃO

Mesmo com o papel de destaque que o conselho de administração (CA) ocupa na governança corporativa, pouco se conhece sobre o que se passa dentro da sala do conselho (HILLMAN et al., 2008). Wan e Ong (2005) apontam que a principal razão para esse desconhecimento talvez esteja na dificuldade de se ter acesso às reuniões do CA (RCA).

Ao longo dos anos, os pesquisadores, ao investigarem os determinantes da efetividade do CA, optaram por usar dados mais facilmente acessíveis (HUSE, 2005). Na ausência de dados mais apropriados, características mais aparentes do CA, relacionadas à sua estrutura e composição, tornaram-se as variáveis mais estudadas (USEEM; ZELLEKE, 2006). Diversos estudos investigaram, por exemplo, a relação entre, de um lado, a efetividade do CA e, de outro, a quantidade total de conselheiros, a quantidade de conselheiros independentes, o acúmulo de papéis de um membro como presidente do conselho de administração (PCA) e como presidente da companhia (CEO) – Dualidade PCA/CEO, entre outros. No entanto, após diversos estudos, os resultados se apresentaram inconsistentes (DALTON et al., 1998).

Por essa razão e em função do destaque que as falhas de governança ainda ocupam no ambiente corporativo (HAMBRICK et al., 2015), um novo framework teórico, que congrega governança corporativa e comportamento organizacional, vem sendo construído com o intuito de explorar a perspectiva comportamental do CA, ou seja, a forma como os membros do conselho se comportam, se engajam e trabalham em conjunto, e qual o impacto desse comportamento e dessa dinâmica sobre a performance do CA (vide, por exemplo, BEZEMER et al., 2018; HEEMSKERK et al., 2017; MCNULTY et al., 2011; MINICHILLI et al., 2009; NICHOLSON et al., 2017; ROBERTS et al., 2005).

No entanto, mesmo com essa literatura emergente, ainda se conhece pouco sobre os fatores que influenciam o comportamento dos membros do CA. Risco, por exemplo, é um candidato natural a ser investigado, visto que, uma vez eleito, o conselheiro coloca em risco o seu patrimônio (BLACK et al., 2006; INGLEBY; WALT, 2005) e a sua imagem (INGLEBY; WALT, 2005).

No Brasil, a legislação, a justiça e o regulador do mercado de capitais exigem do conselheiro alguns padrões comportamentais, sem os quais ele pode ser civil ou, até mesmo, criminalmente responsabilizado. Dentre os deveres legalmente exigidos do conselheiro, o dever de diligência é o que causa maior grau de incerteza na sua atuação, conforme apontado no relatório denominado “A Responsabilidade dos Administradores e o Dever de Diligência”,

elaborado em 2014 pelo grupo de trabalho autointitulado de Interagentes (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2014). Ressalta-se que Grupo de Trabalho Interagentes é um grupo constituído por representantes das principais entidades do mercado de capitais brasileiro. O referido grupo foi criado em março de 2013, com o intuito promover uma atuação conjunta sobre temas centrais que fossem comuns a todas as entidades-membros, quais sejam, o desenvolvimento e aprimoramento do mercado de capitais brasileiro. Entre os diversos temas identificados, o relativo à responsabilização dos administradores recebeu especial atenção do grupo.

Considerando, portanto, os diversos riscos incorridos pelos conselheiros e que o dever de diligência é o que causa maior grau de incerteza nas suas atuações, o presente trabalho busca investigar o impacto do risco sobre a diligência dos conselheiros de administração das empresas de capital aberto brasileiras.

O presente trabalho se restringe aos riscos patrimoniais e reputacionais incorridos pelos conselheiros de administração de companhias abertas e se norteia, assim, pelo seguinte problema de pesquisa: O nível de risco patrimonial e reputacional incorrido pelo conselheiro de administração impacta o nível de diligência por ele empregado?

Observa-se que a opção por restringir o escopo do presente trabalho às companhias brasileiras de capital aberto decorre, principalmente, dos mecanismos externos de governança que atuam sobre esse tipo de companhia. Além do ambiente legal específico, os conselheiros de companhias de capital aberto brasileiras estão sujeitos a uma camada adicional de fiscalização, desempenhada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), além de estarem sujeitos a uma fiscalização mais acentuada em razão da atuação da mídia, visto a maior publicidade dos seus atos.

O presente trabalho está organizado da seguinte forma: no capítulo 2 é apresentado o referencial teórico, onde é organizada a literatura que trata do comportamento dos conselhos e fatores que impactam o comportamento e a diligência de seus membros, além de sintetizar os principais riscos incorridos por estes. Com base no objetivo da pesquisa e no referencial teórico tratado foram formuladas duas hipóteses para investigação, também apresentadas no capítulo 2. A metodologia adotada é apresentada no capítulo 3, e no capítulo 4 são apresentados os principais resultados obtidos. No capítulo 5, os resultados são discutidos à luz da revisão bibliográfica, e no capítulo 6 apresenta-se a conclusão do trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Numerosos estudos realizados no campo do comportamento organizacional sustentam que o desempenho das atividades por indivíduos depende da presença conjunta de motivação e habilidade (HAMBRICK et al., 2015), também chamado por outros autores de intenção e capacidade.

Ainda que a definição de diligência tenha sido apresentada para a figura do conselheiro e que as hipóteses de responsabilização recaiam sobre a sua pessoa física, deve-se recordar que as decisões dos conselheiros são tomadas em grupo.

Como sustentam Merchant e Pick (2010) em análise sobre o comportamento dos CAs, mesmo aqueles órgãos percebidos como ideais, que atendem às boas práticas de governança quanto à composição, tamanho e processos, podem, ainda assim, falhar. Isso ocorre, segundo o referido estudo, porque o comportamento do grupo pode prejudicar a atuação dos conselheiros, uma vez que pode causar vieses, pontos cegos e ineficiências.

Visto que, ao ser eleito pela assembleia, o conselheiro coloca em risco o seu patrimônio e a sua reputação, um dos seus maiores desafios está, portanto, em identificar se possui influência sobre os resultados que precisam ser entregues com base em suas responsabilidades (INGLEY; WALT, 2005).

Considerando, de um lado, os impactos da motivação/intenção, da habilidade/capacidade e da dinâmica da atividade em grupo sobre o comportamento dos conselheiros e, de outro, os riscos incorridos por estes, o referencial teórico do presente trabalho está organizado da seguinte forma: Inicialmente, são apresentados os principais impactos da motivação/intenção, da habilidade/capacidade e da dinâmica da atividade em grupo sobre o comportamento dos conselheiros. Em seguida, são apresentados os comportamentos legalmente exigidos e os riscos incorridos pelos conselheiros das companhias de capital aberto brasileiras.

2.1 IMPACTOS DA MOTIVAÇÃO SOBRE O COMPORTAMENTO DOS CONSELHEIROS

Hambrick et al. (2015) destacam que os conselheiros precisam estar suficientemente motivados para se empenharem em benefício dos acionistas. O referido estudo faz uma importante distinção entre a motivação necessária para um indivíduo se dispor a ser membro do CA e, uma vez eleito, a motivação necessária para o adequado desempenho de suas funções.

Prestígio, construção de rede de relacionamentos e aprendizado são os fatores geralmente apontados na literatura como motivadores para que uma pessoa tenha motivação para se tornar membro do CA de alguma organização (HAMBRICK et al., 2015). Contudo, razões individuais para ingressar no conselho de administração não necessariamente se traduzem em motivação para o seu efetivo desempenho enquanto conselheiro (HAMBRICK et al., 2015).

Uns dos primeiros a investigar o comportamento dos conselheiros, Golden-Biddle e Rao (1997) demonstraram que o nível de atividade do CA é influenciado pelo grau de identificação dos conselheiros com a organização. Hillman et al. (2008) ampliaram o escopo dessa análise e exploraram como o comportamento do conselheiro é afetado com a sua identificação como acionista, stakeholder, CEO e conselheiro, além da sua identificação com a organização.

A identificação do indivíduo com a organização determina, dentre outros fatores, seus níveis de motivação, cooperação e satisfação e impacta positivamente os resultados da organização (HILLMAN et al., 2008). Entre os determinantes da identificação do conselheiro com a organização, o referido estudo destaca: tempo de atuação no CA da organização (quanto maior o tempo de atuação no CA da organização, maior tende a ser a sua identificação com a organização); exclusividade de atuação no CA da organização (conselheiro que atua apenas no CA de uma organização tende a ter maior identificação com aquela organização do que conselheiros que atuam em CAs de múltiplas organizações); alinhamento de valores (quanto mais alinhados os valores do conselheiro com os da organização, maior a identificação do conselheiro com a organização).

Do mesmo modo, Hillman et al. (2008) destacam que quanto maior a identificação do conselheiro com o seu papel de conselheiro, mais ativo tende a ser o seu comportamento, visto: (i) o maior conhecimento do seu dever fiduciário; (ii) o maior desejo para que o desempenho da companhia continue bom, para que não receba sanções; e (iii) a intenção de desenvolver uma boa reputação, aumentando as chances de receber convites para participar de outros conselhos. Dentre os determinantes da identificação do conselheiro com o seu papel de conselheiro, o citado estudo destaca: a atuação exclusiva como conselheiro (conselheiro profissional) e o reconhecimento da importância e do prestígio do papel de conselheiro.

Hillman et al. (2008) destacam que a identificação do conselheiro com o papel do CEO é importante porque a maioria dos conselheiros das grandes companhias são ou já foram CEOs. Contudo, conselheiros que se identificam com o papel de CEO, por terem maior empatia com os administradores, tendem a desempenhar de forma insatisfatória o papel de monitoramento.

Por outro lado, como cita o referido estudo, a identificação do conselheiro com o papel do CEO aumenta a sua atividade de aconselhamento do CEO.

Estudos demonstram que conselheiros mais identificados com o papel de acionista, situação verificada, por exemplo, em casos em que o próprio conselheiro detém quantidade importante de ações da companhia, tendem a ser mais engajados e conscientes de suas responsabilidades (HILLMAN et al., 2008). Alguns estudos associam participação acionária dos conselheiros com performance de longo prazo das companhias (vide, por exemplo, HAMBRICK; JACKSON, 2000).

Por fim, conselheiros que se identificam com o papel de stakeholder (cliente ou fornecedor), ou seja, que são ou representam clientes ou fornecedores da organização, podem ajudar a companhia a ter acesso a recursos críticos (HILLMAN et al., 2008). Contudo, em caso de conflito entre os interesses da companhia com os do cliente ou do fornecedor, esse conselheiro, quando identificado mais fortemente com o papel de cliente ou fornecedor, tende a não atuar no melhor interesse da companhia (HILLMAN et al., 2008).

Remuneração é outra variável frequentemente investigada em estudos relacionados com motivação. Ressalta-se, entretanto, que os conselheiros, apenas em raros casos recebem remuneração relacionada como o desempenho da companhia, especialmente os conselheiros que não exercem função executiva na companhia (BLACK et al., 2006). Por essa razão, remuneração exerce baixa influência sobre a motivação dos conselheiros.

2.2 IMPACTOS DA HABILIDADE SOBRE O COMPORTAMENTO DOS CONSELHEIROS

Com relação à dimensão habilidade, Hambrick et al. (2015) mapearam três atributos: independência, experiência e disponibilidade.

Apenas quando o conselheiro é efetivamente independente da administração da companhia ele consegue exercer o efetivo monitoramento do CEO (HAMBRICK et al., 2015).

Nessa mesma linha, Roberts et al. (2005) identificaram que o comportamento ativo dos conselheiros não executivos – isto é, desafiando, questionando, sondando, discutindo, testando, informando, debatendo, explorando e encorajando – é um importante driver da efetividade dos CAs. Levando em consideração a relativa distância dos problemas do dia a dia da companhia e a sua experiência adquirida em outros lugares e situações, o referido estudo identificou três tipos principais de comportamentos dos conselheiros não executivos que podem contribuir para

a efetividade dos conselhos: (i) comportamento engajado, mas sem excessivo envolvimento nas decisões dos executivos; (ii) comportamento desafiador, mas com a preocupação de que os questionamentos apresentados sejam percebidos pelos executivos como úteis e apoiadores; e (iii) comportamento independente, mas não a independência em relação aos executivos como normalmente pregada para a efetividade da atividade de monitoramento, mas aquela independência quanto às questões do dia a dia da companhia para efetivamente apoiá-la.

Adicionalmente, Nicholson et al. (2017) sustentam que os conselheiros não executivos, desafiando e apoiando os executivos durante as reuniões do CA, alternando de comportamento entre os diferentes itens da pauta do CA, mas mantendo o mesmo nível de suporte e ceticismo ao longo das reuniões, permitem o desenvolvimento simultâneo de confiança e monitoramento.

Sobre o atributo experiência, Hambrick et al. (2015) destacam que a experiência prévia de conselheiros em processos de seleção de CEOs está associada com reação positiva de investidores a anúncio de seleção de novo CEO (vide, por exemplo, TIAN et al., 2011) e que a experiência prévia de conselheiros em aquisições está associada com melhora da performance de aquisição das companhias (vide, por exemplo, MCDONALD et al., 2008). Esses são, portanto, dois exemplos que embasam a importância da experiência dos conselheiros para a efetividade dos CAs.

Por fim, ao reconhecerem que a maioria dos conselheiros são extremamente ocupados, com diversas demandas competindo pelo seu tempo e atenção, Hambrick et al. (2015) destacam que o desempenho do conselheiro depende da sua capacidade de dedicar tempo e atenção para as atividades do conselho.

2.3 IMPACTOS DA DINÂMICA DA ATIVIDADE EM GRUPO SOBRE O COMPORTAMENTO DOS CONSELHEIROS

Inicialmente, faz-se necessário distinguir o CA dos demais grupos de trabalho das empresas. Uma das principais características do CA está em trabalhar apenas episodicamente (FORBES; MILLIKEN, 1999), visto que, normalmente, poucas reuniões são realizadas por ano.

Huse (2005) classifica os CAs em quatro fatores: composição, competência, características e compensação. Composição do CA está relacionada com a quantidade de membros e com a distribuição de papéis verificada entre eles, como, por exemplo, a distribuição entre conselheiros executivos e não executivos. Competência do CA inclui os conhecimentos e

habilidades gerais, funcionais e específicos dos conselheiros. Habilidades relacionais, sociais e intelectuais também devem ser consideradas. Características do CA relacionam-se com idade, mandato, senioridade, gênero, raça, independência, integridade, dentre outros. Por fim, Huse (2005) destaca que compensação se refere aos incentivos e motivações que uma pessoa tem para se tornar e trabalhar como conselheiro.

Forbes e Milliken (1999) definem o CA como um grupo grande, elitizado e que toma decisões de maneira episódica. Destacam também que, por ser grande, episódico e interdependente, o CA é particularmente vulnerável às perdas de processo, visto que a baixa frequência das interações pode impedir que o grupo atinja o seu potencial máximo. Por fim, destacam que a efetividade do CA depende fortemente de processos sociopsicológicos, em especial aqueles relativos à participação e interação do grupo, à troca de informações e discussões críticas.

Os grupos com frequência percebem riscos de forma diferente do que cada um de seus membros isoladamente e, coletivamente, falham em enxergar problema onde eles de fato existem (MERCHANT; PICK, 2010).

A literatura frequentemente enfatiza os seguintes atributos quando se refere à dinâmica do trabalho em grupo dos CAs: conflito, coesão e liderança.

Por ter natureza interdependente e desempenhar tarefas complexas, é natural que conflitos surjam em grupos como o CA (FORBES; MILLIKEN, 1999). Heemskerk et al. (2017) sustentam que, enquanto níveis baixos de conflitos de relacionamento são considerados sinais de bom funcionamento dos conselhos, os evitar pode gerar impacto negativo sobre a sua performance, provocando o que chamam de cegueira cognitiva. Concluem, portanto, que os conselhos devem gerenciar – em vez de evitar – os conflitos de relacionamento. No entanto, sabe-se que há grande variância no nível de conflito verificado nos CAs. Enquanto alguns CAs tendem a ratificar e a endossar as decisões tomadas pelos executivos da companhia, outros conselhos desenvolveram estruturas e processos que permitem o debate aberto e a discordância positiva (ZONA; ZATTONI, 2007).

Forbes e Milliken (1999) destacam que a relação entre nível de coesão e efetividade do CA tende a ser curvilínea, visto que – ainda que seja importante para a efetividade do CA que os seus membros tenham um nível mínimo de atração interpessoal e confiança – níveis muito elevados de coesão podem ser prejudiciais para a qualidade das decisões do CA, uma vez que podem desencadear em *groupthinking*, definido por Janis (1983), conforme citado por Forbes e Milliken (1999), como um modo disfuncional de tomada de decisão em grupo caracterizado

pela redução do pensamento crítico independente e pela predominância de decisões em caráter unânime.

Por outro lado, Forbes e Milliken (1999) sustentam que a coesão isoladamente não é suficiente para gerar *groupthinking*, visto que a coesão deve estar acompanhada de ausência de conflito cognitivo entre os membros do CA para que o *groupthinking* se estabeleça.

Com relação ao último atributo analisado, a liderança, Roberts et al. (2005) enfatizam a sua importância para o CA e destacam que o papel do PCA é fundamental para o engajamento dos conselheiros. Por outro lado, Bezemer et al. (2018) investigaram o impacto que o PCA exerce sobre o engajamento dos outros conselheiros e identificaram que o envolvimento do presidente do conselho aparentemente reduz o engajamento dos demais conselheiros durante a reunião.

Por outro lado, Wan e Ong (2005) sustentam que, quando o PCA é também CEO da companhia, este exerce enorme influência sobre CA, vista a dualidade de papéis-chave que ocupa (Dualidade PCA/CEO). O referido estudo também destaca que a Dualidade PCA/CEO é danosa para a companhia, considerada a insuficiência de monitoramento.

Vale um último comentário sobre a natureza colegiada das decisões do CA. No Brasil, como definido pela legislação societária, as deliberações do Conselho de Administração são tomadas por maioria de votos, salvo se o Estatuto da companhia estabelecer quórum qualificado para certas deliberações.

Levando-se em consideração, portanto, a natureza colegiada das decisões do CA, nem sempre as deliberações seguirão o caminho que o conselheiro entende como sendo o mais apropriado. Nesse caso, o Guia de Orientação Jurídica de Conselheiros de Administração e Diretores, emitido em 2012 pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa recomenda que, caso tenha se manifestado contrariamente a uma determinada matéria, o conselheiro deverá solicitar que a sua divergência seja consignada em ata. Se a sua solicitação não for atendida, o conselheiro deve, conforme orientação do Guia de Orientações do IBGC (IBGC, 2012), dar ciência de sua divergência, por escrito, ao Conselho Fiscal ou enviar sua manifestação para a CVM, na hipótese de ser uma companhia de capital aberto.

Ainda que vez ou outra o conselheiro adote determinadas atitudes com o objetivo de mitigar o seu risco, como, por exemplo, consignar em ata os seus protestos ou as suas manifestações contrárias, o emprego reiterado dessas práticas provavelmente não será suficiente para isentá-lo das responsabilidades pelas ações (ou omissões) do CA. Assim, caso o conselheiro se veja de forma recorrente em posição vencida nos encaminhamentos definidos

pelo CA, é natural que este opte por renunciar, visto que o seu patrimônio e a sua imagem estão em risco.

2.4 TIPOLOGIA DO CA BASEADA EM SEU COMPORTAMENTO

Segundo Pearce e Zahra (1991), um CA poderoso, medido com base na sua capacidade superar resistência para atingir o resultado desejado, é importante para a sua efetividade, por quatro razões: (i) aumenta a relação entre a companhia e o seu ambiente; (ii) contribui ativamente para o desenvolvimento das missões e metas da companhia, provendo aconselhamento competente acerca das opções estratégicas que a companhia possa tomar; (iii) monitora e avalia o CEO e a performance da companhia, e toma as atitudes apropriadas para garantir a efetividade organizacional; e (iv) desempenha um papel crucial na criação da identidade corporativa, funcionando como o cérebro e a alma da companhia, bem como o guardião dos interesses dos acionistas.

Cientes do papel central que os CEOs ocupam nas companhias e da distribuição de poder existente entre o CEO e o CA, Pearce e Zahra (1991), com base em extensa revisão da literatura sobre o tema, sustentam a existência de quatro tipos diferentes de CAs: Cuidador, Estatutário, Proativo e Participativo.

Os dois primeiros tipos de CA, chamado pelos autores de Cuidador e Estatutário, são caracterizados pelo elevado grau de passividade. Segundo os autores, representam peças cerimoniais, visto que funcionam como endossadores das decisões dos executivos. Nesses tipos de CA a participação de conselheiros não executivos costuma ser limitada. O CA Estatutário se difere do CA Cuidador na medida em que, enquanto no primeiro o CEO é a figura central no processo de tomada de decisão, no último há falta de liderança executiva, seja porque a companhia está estagnada ou porque existe dispersão do poder entre o CEO e outro executivo chave da companhia.

Os CAs do tipo Proativo e Participativo são, por outro lado, cientes das suas responsabilidades legais. Com comportamento ativo, representam instrumentos efetivos de governança corporativa. Em ambos os casos, os CAs são majoritariamente constituídos por membros externos para aumentar a sua independência em relação aos executivos. No entanto, esses dois tipos de CAs se distinguem na medida em que, enquanto o CA Proativo possui mais poder formal do que o CEO, a distribuição de poder entre o CEO e o CA é mais equilibrada em

companhias caracterizadas por possuírem CAs do tipo Participativo. Portanto, quando existem desentendimentos, o CA Participativo é caracterizado por debates e discussões e o CA Proativo destaca-se pelo uso do poder formal para resolver os conflitos, o que pode, na opinião de Pearce e Zahra (1991), criar facções rivais dentro do CA.

2.5 COMPORTAMENTOS LEGALMENTE EXIGIDOS DOS CONSELHEIROS NO BRASIL

No Brasil, o conselheiro tem o dever de atuar com diligência, lealdade e com respeito à finalidade de suas atribuições, abster-se de intervir nas situações em que se encontre em posição de conflito de interesse e, no caso de companhias de capital aberto, atender ao dever de informar, conforme previsto nos artigos 153 a 157 da Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976).

Dentre os deveres do conselheiro previstos na legislação societária, o dever de diligência é o que causa maior grau de incerteza na atuação dos administradores (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2014).

Como notado no Guia de Orientações do IBGC (IBGC, 2012), a responsabilidade dos administradores está associada com a forma como atuam no exercício de suas funções e não aos resultados decorrentes de suas ações.

A Lei 6.404/76 traz o seguinte regramento no que se refere ao dever de diligência:

Art. 153. O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios. (BRASIL, 1976)

A CVM decidiu, por meio do Processo Administrativo CVM Nº 18/08 (CVM, 2018a), que a conduta de um conselheiro será comparada com aquela que seria razoavelmente esperada de uma pessoa responsável ao desempenhar as mesmas funções, de modo que, se a conduta do conselheiro ficar aquém deste padrão objetivamente estabelecido, ele terá, então, violado seu dever fiduciário.

De acordo com o Guia de Orientações do IBGC (IBGC, 2012), um administrador diligente é uma pessoa íntegra, honesta e justa, que, ao exercer suas funções, o faz no interesse da companhia e de forma atuante, intensa, ágil, dinâmica e participativa, mas que necessariamente adota o cuidado, a cautela, o zelo e a presteza esperados de um administrador em posição e circunstância similares.

Embora a constatação sobre ter ou não um administrador atuado com observância ao dever de diligência não seja tarefa fácil, há atitudes que podem contribuir para uma atuação diligente, como, por exemplo, dedicar tempo suficiente ao exercício da função, sempre tomar decisões de maneira informada, refletida e de forma desinteressada, participar ativamente das reuniões, compartilhar conhecimento e discutir com os demais administradores, quando necessário, assessorar-se com especialistas e delegar tarefas com responsabilidade e supervisão (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2014).

A principal evidência da atuação diligente de um administrador é a ata da reunião do Conselho, conforme o Relatório do Grupo de Trabalho Interagentes (2014).

2.6 RISCOS INCORRIDOS PELOS CONSELHEIROS NO BRASIL

No Brasil, o conselheiro de administração, ao ser eleito como administrador de uma companhia, passa a se sujeitar a uma série de atribuições, prerrogativas, obrigações, deveres e responsabilidades, próprias da condição do cargo, diferenciando-o das demais pessoas que ocupam outras funções na companhia, conforme o Relatório do Grupo de Trabalho Interagentes (2014).

Ainda que o artigo 158 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (BRASIL, 1976), disponha que o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão, pode ele responder, civilmente, com os próprios bens, pelos prejuízos causados à companhia ou pela companhia a terceiros, quando proceder com culpa ou dolo ou violação da lei ou do estatuto.

Não obstante, alguns dispositivos legais, incluindo jurisprudências, preveem responsabilidade do administrador independentemente de conduta dolosa ou culposa. O Código de Defesa do Consumidor e a Lei Ambiental, por exemplo, preveem a responsabilidade dos administradores sempre que a pessoa jurídica for obstáculo ao ressarcimento dos prejuízos causados aos consumidores ou ao meio ambiente. Do mesmo modo, uma parte da jurisprudência trabalhista prevê a responsabilização do administrador, mesmo sem a comprovação de culpa ou dolo (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2014).

Deve-se observar também que o Código Civil incorporou, em seu artigo 50 (BRASIL, 2002), o conceito de desconsideração da personalidade jurídica, de modo a atingir os bens particulares dos sócios e administradores em caso de desvio de finalidade ou confusão patrimonial.

Black et al. (2006) apresentaram uma contribuição no sentido de distinguir as situações em que o conselheiro é pessoalmente responsável pelos danos, multas e despesas legais, das situações em que o ônus é arcado pela companhia ou pelo seguro de responsabilidade civil para administradores, também conhecido como Seguro D&O.

Acerca do Seguro D&O, o endereço eletrônico da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP (SUSEP, 2018) apresenta informações que indicam evolução significativa tanto no volume de seguros contratados quanto no volume de sinistros pagos. A título de exemplo, em 2017, as companhias brasileiras desembolsaram R\$ 403 milhões com o pagamento de prêmios de Seguro D&O contratados naquele ano. Esse valor é R\$ 308 milhões superior ao valor desembolsado em 2007. Do mesmo modo, em 2017, o volume de sinistros pagos pelas seguradoras em razão de ocorrências envolvendo seguros da modalidade de D&O atingiu R\$ 229 milhões, 7.529% superior ao verificado em 2007.

Além do Seguro D&O, o contrato de indenidade constitui importante instrumento mitigador de risco para os conselheiros de administração. Em suma, o contrato de indenidade é o instrumento por meio do qual a companhia assegura o pagamento e/ou o ressarcimento aos seus administradores caso estes venham a incorrer em prejuízos financeiros em virtude de responsabilidade por determinado ato praticado sem dolo, com probidade e boa-fé, no exercício regular das suas funções (CASTRO FILHO, 2008). Esse tipo de contrato vem despertando o interesse das empresas nacionais, a fim de assegurar segurança financeira aos seus conselheiros (CASTRO FILHO, 2008).

Ainda que Black et al. (2006) tenham sustentado que apenas em raras situações os conselheiros são pessoalmente responsáveis por pagar eles próprios pelos danos, multas e despesas legais, o Guia de Orientações do IBGC (IBGC, 2012) destaca que o conselheiro

O administrador, por fim, não deve perder de vista que o maior ‘seguro’ decorre da própria forma como ele atua no dia a dia da Companhia. Estará mais protegido aquele que trabalhar em estrita observância à lei e ao Estatuto, dentro dos seus poderes e atribuições, com diligência e lealdade à Companhia e sem conflito de interesses. (IBGC, 2012, p. 27)

Adicionalmente, Hansell (2003) destaca que, embora a legislação preveja penalização em razão de negligência, o conselheiro, quando se comporta de maneira diligente, pode desempenhar suas atividades sem o risco de ser legalmente responsabilizado.

Considerando que a legislação que trata das hipóteses de responsabilização dos conselheiros também busca alocar a estes o ônus por prejuízos causados pela companhia a terceiros, é razoável supor que, quanto pior a condição financeira da companhia, maior o risco

incorrido pelo conselheiro, uma vez que pode ter que responder com os próprios bens. E, quanto maior o risco patrimonial incorrido pelo conselheiro, mais diligente este deveria ser para mitigar o seu risco.

A esse respeito, vale destacar que o Guia de Orientações do IBGC (IBGC, 2012) recomenda que, antes de aceitar o convite para se tornar conselheiro de qualquer companhia, se avalie, entre outros fatores, a situação econômico-financeira da companhia.

Nesse sentido, considerando que a atuação do conselheiro constitui o seu maior seguro, é razoável supor que, na medida em que a situação econômico-financeira da companhia se deteriora, mais diligente serão os seus conselheiros, conforme hipótese formulada abaixo:

H1: Os conselheiros de administração de companhias brasileiras de capital aberto se tornam mais diligentes na medida em que a situação econômico-financeira da companhia se deteriora.

2.7 MECANISMOS EXTERNOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Wan e Ong (2005) destacam que o comportamento dos conselheiros é influenciado por pressões externas. Como lembra Huse (2005), os conselheiros se relacionam com diversos atores, internos e externos, sendo as interações caracterizadas por vários tipos e níveis de confiança e emoções, de orientação, de poder e de forma e frequência, a depender dos atores com quem o conselheiro se relaciona.

Segundo Bueno et al. (2018), o sistema legal, a existência de um mercado para controle corporativo e as atuações das auditorias externas, das agências de rating, dos acionistas minoritários ativistas e da mídia representam mecanismos de governança corporativa que se originam fora da companhia. Tais mecanismos externos de governança corporativa ajudam a garantir que os administradores respeitem os direitos e os interesses da companhia.

O presente estudo se concentrará em dois dos seis mecanismos externos de governança corporativa apontados por Bueno et al. (2018): o sistema legal e a mídia.

O sistema legal se refere a uma série de estruturas e processos utilizados para garantir o cumprimento da lei (BUENO et al., 2018). Considerando que o presente estudo tem escopo restrito às empresas brasileiras de capital aberto, cabe destacar a atividade sancionadora desempenhada pela CVM. Tal atividade tem por objetivo deter a má conduta e punir aqueles que violam os dispositivos legais ou regulamentares.

Chama atenção a recente evolução da atividade sancionadora desempenhada pela CVM. Conforme destacado no Relatório da Atividade Sancionadora da CVM divulgado em 2018 (CVM, 2018b), é possível verificar um aumento de 48% no número de processos administrativos investigados em 2017 quando comparado com 2010. Do mesmo modo, percebe-se um crescimento na quantidade de proponentes de termos de compromissos em 2017 de 29% em comparação com a quantidade de acordos firmados em 2011.

Estudo realizado por Mello et al. (2017) demonstra que, das 602 condenações em processos sancionadores da CVM verificadas no período entre 2014 e 2016, 144 foram aplicadas sobre pessoas em razão de suas atuações como conselheiros de administração. Vale observar que o grupo composto por conselheiros de administração é o grupo com maior número de condenações dentre os grupos tipificados no referido estudo.

Com relação à mídia, Bueno et al. (2018) destacam que esta pode influenciar de forma relevante nos atos das companhias, provocando um efeito disciplinar ao agir como uma espécie de cão de guarda.

Observa-se que a mídia ocupa papel de destaque quando se trata de responsabilização de conselheiros, visto que, ainda que se argumente que o risco patrimonial dos conselheiros seja baixo em razão da contratação de Seguro D&O, tal mecanismo não mitiga o risco reputacional.

Alguns casos recentes de responsabilização de conselheiros, marcados pela ampla notoriedade, levam a crer que houve intensificação da atenção da mídia sobre a atuação dos conselheiros de companhias abertas brasileiras. Dois casos de grande repercussão nacional, ocorridos em 2008, relacionados com especulação por meio do uso de derivativos cambiais culminaram na aplicação, por parte da CVM, de multa sobre administradores da Aracruz Celulose e da Sadia para dar fim aos processos que corriam em esfera administrativa.

De 2008 para cá, diversos outros casos de responsabilização de conselheiros de administração ganharam notoriedade, como no rompimento da barragem de Fundão, em Mariana, Minas Gerais, de propriedade da empresa Samarco. Ocorrido em novembro de 2015, os conselheiros de administração da companhia se tornaram réus por homicídio e por crime ambiental.

Destaca-se o aumento da atenção dada pela mídia à atuação dos conselhos de administração. Em consulta realizada ao endereço eletrônico do jornal Valor Econômico, constata-se que, em 2017, foram publicadas 1.528 matérias relacionadas ao assunto-chave

“Conselho de Administração”. Esse resultado é 115% superior ao verificado em 2012, primeiro ano disponível para consulta nesse site (VALOR ECONÔMICO, 2018).

Portanto, é razoável supor que tanto a intensificação da atividade sancionadora da CVM quanto o incremento na atenção dada pela mídia sobre a atuação dos conselheiros acarretaram o aumento do risco patrimonial e reputacional incorrido pelos conselheiros de administração das companhias abertas brasileiras.

Nesse sentido, dada a maior atuação dos mecanismos externos de governança corporativa, exercendo maior fiscalização sobre a atuação dos conselheiros, seja por meio da atividade sancionadora da CVM ou pela maior atenção dada pela mídia para esses tipos de casos, é razoável supor que os riscos patrimoniais e reputacionais incorridos pelos conselheiros de administração tenham aumentado.

É possível supor, portanto, que, nesse novo contexto, os conselheiros estejam preocupados em agir de acordo com os comportamentos legalmente exigidos pela legislação, em especial com relação ao dever de diligência. Nesse sentido, formula-se a segunda hipótese do presente trabalho:

H2: Os conselheiros de administração de companhias brasileiras de capital aberto se tornam mais diligentes na medida os mecanismos externos de governança corporativa se tornam mais eficientes.

3 METODOLOGIA

A análise conduzida no presente trabalho baseou-se inteiramente em dados secundários, disponíveis nos sites da CVM e da B3 ou na base de dados Economatica. Considerando a necessidade de desenvolver um estudo longitudinal que permitisse investigar a segunda hipótese formulada, a amostra foi definida com base nas companhias de capital aberto que possuíam registro com status vigente na CVM tanto em 1º de janeiro de 2006 quanto em 31 de dezembro de 2017. Foram excluídas as instituições financeiras. Considerando os referidos critérios, a amostra deste estudo é constituída por 183 companhias.

Usando como marco temporal o ano de 2008, ano em que os casos de responsabilização de conselheiros por especulação envolvendo derivativos cambiais ganharam notoriedade no Brasil, foram definidos dois períodos distintos para coleta de dados: o primeiro, doravante denominado de 2006/7, compreende o período entre 1º de janeiro de 2006 e 31 de dezembro de 2007, e o segundo, doravante denominado de 2016/17, abrange o período entre 1º de janeiro de 2016 e 31 de dezembro de 2017, entendido com base na revisão anterior que neste período os mecanismos externos de governança corporativa se tornaram mais eficientes do que o nível observado em 2006/7.

3.1 VARIÁVEL DEPENDENTE

Como citado, a principal evidência da atuação diligente de um administrador é a ata da reunião do Conselho (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2014).

Para os fins deste estudo, o constructo diligência foi operacionalizado com base na quantidade total de itens constante das atas das RCAs que ocorreram em cada período analisado. Tal informação foi obtida através do site da CVM, por meio do item denominado Reuniões da Administração. (CVM, 2018c)

3.2 VARIÁVEL INDEPENDENTE

Para os fins do presente estudo, o constructo situação econômico-financeira foi operacionalizado por meio do indicador Dívida Líquida/EBITDA, calculado com base em informações obtidas por meio da base de dados Economática. (ECONOMATICA, 2018)

Considerando que o referido indicador congrega em apenas um número a relação existente entre dois aspectos relevantes relacionados à situação econômico-financeiro da companhia, qual seja, posição de dívida e geração de caixa, entende-se que este seja adequado para os fins deste estudo.

Ressalta-se que, considerando a forma de construção do indicador, quanto maior o seu valor, pior a situação econômico-financeira da companhia.

3.3 VARIÁVEIS DE CONTROLE

Com o intuito de controlar a variável dependente para outros fatores não necessariamente relacionados com os riscos patrimoniais e reputacionais incorridos pelos conselheiros, foram consideradas, neste trabalho, variáveis de controle relacionadas à demografia do CA e à estrutura de participação acionária da companhia, além das variáveis de controle usualmente inseridas nos modelos dos estudos dessa natureza, tais como setor, porte, liquidez e segmento de listagem.

Com o intuito de permitir o diálogo com os estudos realizados acerca do desempenho dos CAs, foram incluídas no modelo variáveis de controle com o intuito de capturar alguns aspectos demográficos do CA, tais como: tamanho do CA, dualidade PCA/CEO, percentual de conselheiros não executivos e percentual de conselheiros independentes. Todas as informações foram obtidas através do site da CVM, por meio do item 12.5/6 – “Composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal” do Formulário de Referência para o ano de 2017 e por meio do Grupo 2 – “Administração”, Quadro 01 – “Composição Atual do Conselho de Administração e Diretoria” do IAN para o ano de 2007. (CVM, 2018c)

Como já exposto, também foram incluídas no modelo variáveis relativas à estrutura de participação acionária, visto que constitui, ao lado do próprio CA, o mecanismo interno de governança corporativa (BUENO et al., 2018). Deste modo, foram incluídas no modelo

variáveis destinadas a capturar a concentração de capital e a presença de investidores institucionais.

Com relação aos investidores institucionais, cabe dizer que Sahut e Gharbi (2010) distinguiram dois tipos principais de Investidores Institucionais (ativos e passivos) e identificaram três fatores que influenciam na sua motivação e que justificariam o seu grau de atividade: horizonte de investimento, tamanho da participação e natureza do relacionamento com a companhia investida. Sahut e Gharbi (2010) identificam, portanto, os Investidores Institucionais mais ativos com aqueles que possuem horizonte de longo prazo, concentração de propriedade e relacionamento estritamente de investimento.

Considerando a sua natureza, os fundos de pensão se enquadram em todos os fatores apontados por Sahut e Gharbi (2010). Outro investidor nacional relevante que também se enquadra nesse mesmo critério é a BNDESPAR, braço de participações do BNDES. Cumprindo o seu papel de agente de um banco de desenvolvimento, a BNDESPAR busca, além do retorno financeiro, o “fortalecimento do mercado de capitais, por intermédio do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas”, conforme previsto no seu Estatuto Social. (BNDES, 2018, n.p.) Conforme previsto em sua Política de Renda Variável, a atuação da BNDESPAR possui os seguintes objetivos estratégicos: (i) fortalecimento da estrutura de capital de empresas brasileiras; (ii) promoção das melhores práticas de gestão, governança e sustentabilidade; (iii) desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro; e (iv) criação de valor para a carteira de valores mobiliários da BNDESPAR.

Portanto, a fim de controlar o comportamento dos conselheiros para as possíveis pressões exercidas pelos investidores institucionais, foi identificada a participação de fundos de pensão ou da BNDESPAR no capital das companhias constantes da amostra. Para os fins do presente estudo, foram considerados apenas os 10 maiores fundos de pensão, identificados com base no ranking divulgado pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP para o ano de 2017. Foram considerados apenas os casos em que os investidores institucionais constavam dentre os três maiores acionistas das companhias. A participação dos investidores institucionais em cada companhia foi obtida por meio da base de dados Economatica.

Foram também incluídas no modelo variáveis relacionadas aos segmentos de listagem. As companhias de capital aberto com ações listadas na bolsa de valores brasileira podem se enquadrar nos chamados níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) da Bolsa de Valores Brasileira (B3). São três os principais NDGC da B3: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado,

sendo o primeiro o menos e o último o mais exigente em termos de práticas de governança corporativa.

Para o ano de 2017, o NDGC foi obtido por meio da base de dados Economática. Para o ano de 2007, o NDGC foi obtido por meio de uma tabela enviada pela própria B3. Frise-se que algumas companhias migraram de nível de governança corporativa de 2006/7 para 2016/17. Importante destacar que todas as migrações de segmento de listagem verificadas entre os dois períodos analisados tiveram o propósito de aumentar o nível de governança corporativa.

3.4 SUMÁRIO DAS VARIÁVEIS DO MODELO

A Tabela 1 sumariza as variáveis utilizadas no modelo, destacando, dentre outras informações, a sua definição e a fonte de informação. Observa-se que, por se tratar de um estudo longitudinal, foram coletados dados para ambos os períodos analisados.

Tabela 1 – Sumário das variáveis do modelo

			Descrição	Fonte	Variável Período 2006/7	Variável Período 2016/17
Variável dependente	Diligência		Quantidade total de itens nas atas das RCAs	CVM	DILI ₀	DILI ₁
Variável independente	Situação econômico-financeira da companhia		Dívida Líquida / EBITDA	Economática	SITU ₀	SITU ₁
Variáveis de controle	Demografia do CA	Tamanho do CA	Quantidade de membros no CA	CVM	CA_QTD ₀	CA_QTD ₁
		Dualidade PCA/CEO	<i>Dummy</i>	CVM	CA_DUA ₀	CA_DUA ₁
		Conselheiros não executivos	Percentual de conselheiros não executivos no CA	CVM	CA_CNE ₀	CA_CNE ₁
		Conselheiros independentes	Percentual de conselheiros independentes no CA	CVM	CA_IND ₀	CA_IND ₁
	NDGC	Sem NDGC	<i>Dummy</i>	Economática e B3	NDGC_NA ₀	NDGC_NA ₁
		Nível 1	<i>Dummy</i>	Economática e B3	NDGC_N1 ₀	NDGC_N1 ₁
		Nível 2	<i>Dummy</i>	Economática e B3	NDGC_N2 ₀	NDGC_N2 ₁
		Novo Mercado	<i>Dummy</i>	Economática e B3	NDGC_NM ₀	NDGC_NM ₁
		Migração de Segmento	<i>Dummy</i>	Economática e B3	NDGC_MIG	
	Setor	Holdings	<i>Dummy</i>	Economática	S_HOL ₀	S_HOL ₁
		Bens industriais	<i>Dummy</i>	Economática	S_IND ₀	S_IND ₁
		Consumo cíclico	<i>Dummy</i>	Economática	S_CC ₀	S_CC ₁
		Consumo não cíclico	<i>Dummy</i>	Economática	S_CNC ₀	S_CNC ₁
		Materiais básicos	<i>Dummy</i>	Economática	S_MAT ₀	S_MAT ₁
		Petróleo, gás e biocombustíveis	<i>Dummy</i>	Economática	S_OGB ₀	S_OGB ₁
		Saúde	<i>Dummy</i>	Economática	S_SAU ₀	S_SAU ₁
		TIC	<i>Dummy</i>	Economática	S_TIC ₀	S_TIC ₁
		Utilidade pública	<i>Dummy</i>	Economática	S_UTI ₀	S_UTI ₁
	Estrutura de participação acionária	Investidor Institucional	Percentual do capital total detido por Investidores Institucionais	Economática	II ₀	II ₁
		Propriedade e controle	Percentual do capital total detido pelos 3 maiores acionistas	Economática	CT3M ₀	CT3M ₁
	Liquidez		Índice de liquidez	Economática	LIQU ₀	LIQU ₁
	Porte		LN(Ativo Total)	Economática	PORT ₀	PORT ₁

Fonte: Elaboração do autor.

3.5 MODELO

Por meio de uma análise preliminar dos dados coletados, foi possível verificar que o aspecto cultural exerce impacto relevante na forma como cada companhia elabora as atas das reuniões do conselho de administração. Por exemplo, enquanto algumas companhias concentram os assuntos tratados em poucos itens de deliberação, outras desmembram cada assunto em diversos subitens, cada um sujeito a uma deliberação específica. Verificou-se também, em alguns casos, o uso de itens genéricos nas atas, tais como “outros assuntos” ou “assuntos diversos”.

Portanto, dada a disparidade na forma como as atas são elaboradas, entendeu-se que não seria razoável supor que o CA de uma companhia é mais diligente do que o CA de outra companhia apenas porque as atas das RCAs da primeira companhia apresentam mais itens do que as atas das RCAs da segunda companhia.

Para evitar comparações inadequadas entre as companhias constantes da amostra, optou-se por utilizar o método de diferenças em diferenças, comparando, assim, cada companhia com ela própria ao longo do tempo. Assumindo a premissa de que os CAs preservam, ao longo do tempo, a forma como registram as suas atas, se constatado que as atas das RCAs de uma determinada companhia se apresentaram mais extensa no período 2016/17 do que eram no período 2006/7, conclui-se que o CA dessa companhia se tornou mais diligente com o tempo.

Em função de algumas particularidades, alguns ajustes no modelo de diferenças em diferenças foram necessários. Para as variáveis relacionadas aos setores e aos NDGCs foram considerados apenas os valores observados em 2006/7. Tal decisão foi tomada visto que, dadas as suas naturezas, tais variáveis apresentam pouca ou nenhuma variação ao longo do tempo. Portanto, para não descartar tais variáveis, optou-se por considerar no modelo os valores observados no primeiro período analisado neste estudo. Adicionalmente, como já exposto, todas as alterações de NDGC foram concentradas em apenas uma variável, denominada NDGC_MIG.

De tal forma, com exceção das variáveis relacionadas aos setores e aos níveis de governança corporativa, todas as variáveis foram consideradas no modelo com base na lógica de diferenças em diferenças, conforme demonstrado a seguir.

$$\begin{aligned}
(DILI_1 - DILI_0) &= \beta_0 + \beta_1 S_IND_0 + \beta_2 S_CC_0 + \beta_3 S_CNC_0 + \beta_4 S_MAT_0 + \beta_5 S_OGB_0 \\
&+ \beta_6 S_SAU_0 + \beta_7 S_TIC_0 + \beta_8 S_UTI_0 + \beta_9 NDGC_NA_0 + \beta_{10} NDGC_N1_0 \\
&+ \beta_{11} NDGC_NM_0 + \beta_{12} NDGC_MIG + \beta_{13} (CA_QTD_1 - CA_QTD_0) \\
&+ \beta_{14} (CA_DUA_1 - CA_DUA_0) + \beta_{15} (CA_CNE_1 - CA_CNE_0) \\
&+ \beta_{16} (CA_IND_1 - CA_IND_0) + \beta_{17} (II_1 - II_0) + \beta_{18} (CT3M_1 - CT3M_0) \\
&+ \beta_{19} (LIQU_1 - LIQU_0) + \beta_{20} (PORT_1 - PORT_0) + \beta_{21} (SITU_1 - SITU_0)
\end{aligned}$$

Com base no modelo acima, a primeira hipótese apresentada, que busca avaliar se o nível de diligência empregado pelos conselheiros de companhias brasileiras de capital aberto é negativamente relacionado com a situação econômico-financeira da companhia, será confirmada se o coeficiente β_{21} for positivo e tiver significância estatística, ou seja, apresente p inferior a 0,05. Recorda-se que, considerando a forma de construção do indicador, quanto maior o valor da variável SITU, pior a situação econômico-financeira da companhia.

Com relação à segunda hipótese, que busca avaliar se o nível de diligência empregado pelos conselheiros de companhias brasileiras de capital aberto é positivamente relacionado com o nível de eficiência dos mecanismos externos de governança corporativa, será confirmada, com base no modelo acima, se o intercepto da regressão (coeficiente β_0) for positivo e apresentar significância estatística (p inferior a 0,05).

Observa-se que a conclusão acerca da confirmação da segunda hipótese estará baseada na análise do intercepto uma vez que foram inseridas no modelo as principais variáveis que possivelmente podem impactar a diligência dos conselheiros, identificadas com base na revisão bibliográfica. Portanto, caso o intercepto apresente significância estatística, significa que outro fator, que não os já considerados no modelo, impactou, de forma significativa, a diligência dos conselheiros, presumido como sendo, para os fins do presente estudo, a alteração no nível de eficiência dos mecanismos externos de governança corporativa.

4 RESULTADOS

Antes de apresentar os resultados da regressão, vale destacar que foram realizados todos os testes estatísticos necessários para garantir a integridade estatística do modelo (conforme Apêndice B). Vale ainda observar que foram retiradas da amostra 2 observações em razão do tratamento realizado nas variáveis $SITU_0$ e $SITU_1$ (veja Apêndice A) e 5 observações que aparentavam ser *outliers*.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

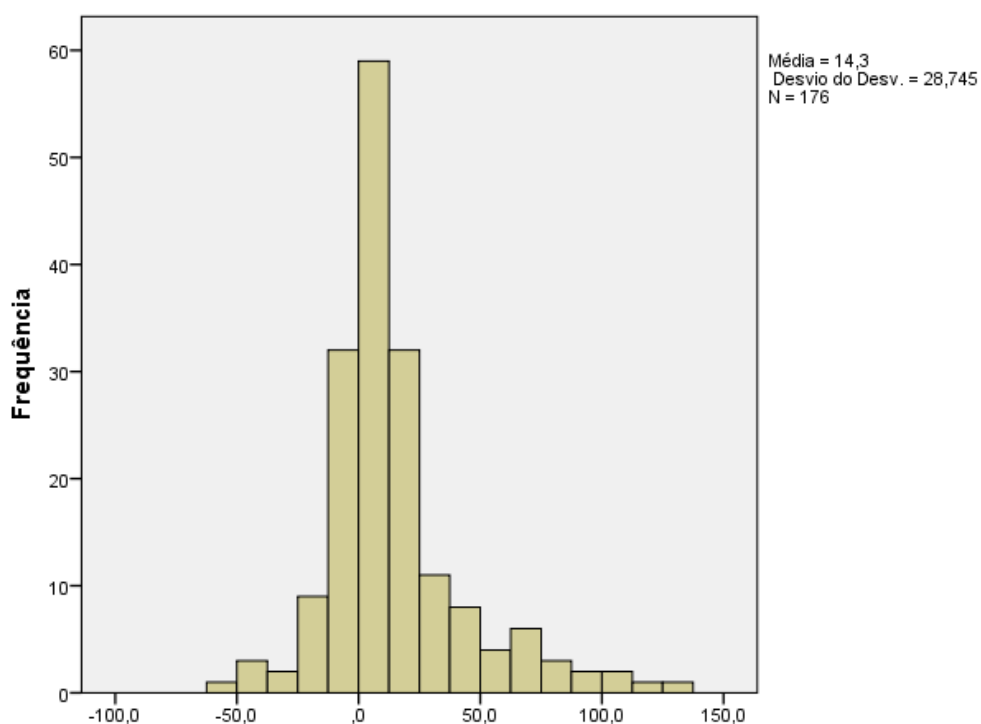
Tabela 2 – Estatística descritiva

		Média			Desvio Padrão		
		Período 2016/17	Período 2006/07	Período 2016/17 - 2006/7	Período 2016/17	Período 2006/07	Período 2016/17 - 2006/7
Diligência	DILI	37,11	22,82	14,30	41,59	28,03	28,74
Setor	S_IND	0,21	0,21	0,00	0,41	0,41	0,00
	S_CC	0,23	0,23	0,00	0,42	0,42	0,00
	S_CNC	0,06	0,06	0,00	0,23	0,23	0,00
	S_MAT	0,14	0,14	0,00	0,35	0,35	0,00
	S_OGB	0,02	0,02	0,00	0,13	0,13	0,00
	S_SAU	0,03	0,03	0,00	0,17	0,17	0,00
	S_TIC	0,03	0,03	0,00	0,17	0,17	0,00
	S_UTI	0,20	0,20	0,00	0,40	0,40	0,00
NDGC	NDGC_NA	0,63	0,69	-0,07	0,49	0,46	0,25
	NDGC_N1	0,11	0,11	-0,01	0,31	0,32	0,23
	NDGC_NM	0,22	0,15	0,07	0,41	0,36	0,25
	NDGC_MIG	0,11	0,00	0,11	0,32	0,00	0,32
Demografia do CA	CA_QTD	5,98	6,73	-0,74	2,56	3,11	2,41
	CA_DUA	0,19	0,31	-0,12	0,39	0,46	0,43
	CA_CNE	86,21	84,05	2,17	15,75	16,11	17,58
	CA_IND	18,66	6,64	12,02	25,04	14,61	20,51
Investidor Institucional	II	2,34	2,27	0,07	7,75	7,04	7,62
Propriedade	CT3M	61,33	52,50	8,83	26,09	30,18	30,73
Liquidez	LIQUI	0,11	0,08	0,02	0,29	0,25	0,25
Porte	PORT	14,36	13,71	0,64	2,17	1,97	0,98
Situação Financeira	SITU	1,12	1,00	0,11	0,63	0,20	0,59

Fonte: Elaboração do autor.

Com base na Tabela 2, é possível notar que foram registrados, em média, 14,3 itens a mais nas atas das RCAs realizadas em 2016/17 do que em 2006/7. O Gráfico 1 apresenta o histograma da variação da quantidade de itens registrados nas atas das RCAs de 2006/7 para 2016/17.

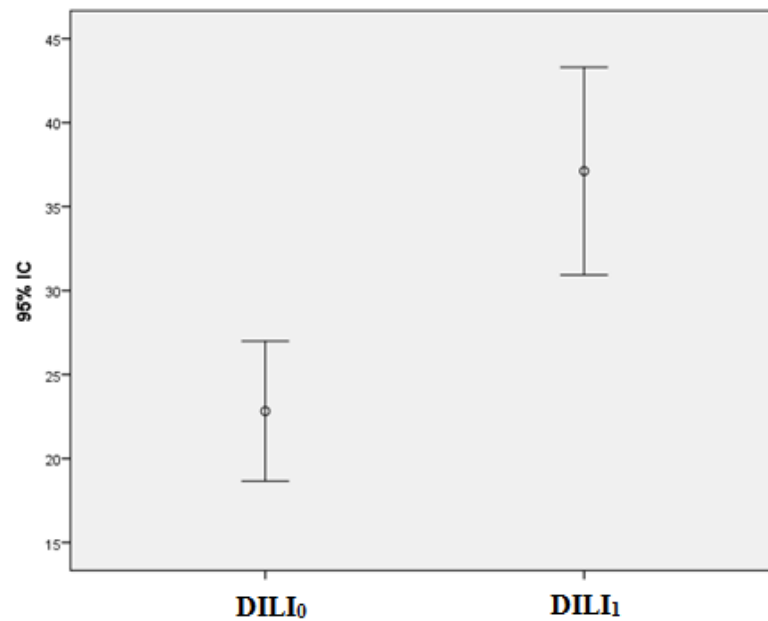
Gráfico 1 – Histograma ($DILI_1 - DILI_0$)



Fonte: Elaboração do autor.

O Gráfico 2 apresenta a comparação entre as médias dos valores observados em 2006/7 e em 2016/17 relativos à quantidade de itens registrados nas atas das RCAs.

Gráfico 2 – Comparação de médias (DILI₀ e DILI₁)



Fonte: Elaboração do autor.

Com base no Gráfico 2, é possível perceber que, em média, os conselhos de administração foram mais diligentes em 2016/17 do que em 2006/7.

4.2 RESULTADOS DA REGRESSÃO

Com o intuito de identificar o impacto da situação econômico-financeira sobre o R^2 do modelo, a regressão foi gerada, primeiramente, apenas com as variáveis de controle e, em seguida, agregando a variável independente.

Tabela 3 – Resultados da regressão

			Variáveis de controle	Todas as variáveis do modelo
Intercepto		β_0	24,85*	23,97*
Sector	S_IND₀	β_1	4,78	6,13
	S_CC₀	β_2	-0,73	0,76
	S_CNC₀	β_3	14,61	15,43
	S_MAT₀	β_4	-9,55	-9,77
	S_OGB₀	β_5	2,25	1,69
	S_SAU₀	β_6	19,63	21,12
	S_TIC₀	β_7	17,04	17,46
	S_UTI₀	β_8	21,98*	22,4*
NDGC	NDGC_NA₀	β_9	-18,58	-17,76
	NDGC_N1₀	β_{10}	-11,42	-10,72
	NDGC_NM₀	β_{11}	-13,61	-11,19
	NDGC_MIG	β_{12}	40,86**	40,78**
Demografia do CA	CA_QTD₁ - CA_QTD₀	β_{13}	0,90	0,97
	CA_DUA₁ - CA_DUA₀	β_{14}	5,71	4,57
	CA_CNE₁ - CA_CNE₀	β_{15}	0,03	0,02
	CA_IND₁ - CA_IND₀	β_{16}	-0,21*	-0,19
Estrutura de participação acionária	$\Pi_1 - \Pi_0$	β_{17}	-0,20	-0,18
	CT3M₁ - CT3M₀	β_{18}	-0,07	-0,07
Liquidez	LIQUI₁ - LIQUI₀	β_{19}	-4,67	-7,85
Porte	PORT₁ - PORT₀	β_{20}	-0,25	-0,93
Situação Financeira	SITU₁ - SITU₀	β_{21}		-6,76*

* Sig. < 0,05; ** Sig. < 0,001	R²	35,90%	37,50%
--------------------------------	----------------------	---------------	---------------

Fonte: Elaboração do autor.

Como evidenciado na Tabela 3, incluindo apenas as variáveis de controle na regressão, o modelo explica 35,9% da variância observada na variável dependente. Ao agregar a variável independente, a capacidade de explicação do modelo aumenta em 1,6%, passando para 37,5%.

Também com base na Tabela 3 é possível perceber que o coeficiente β_{21} , relativo à variação da situação econômico-financeira, apresenta significância estatística (p inferior a 0,05). Contudo, ao contrário do esperado, o valor do coeficiente se apresentou negativo. Portanto, conforme será discutido na próxima seção, os resultados apontam para o fato de que o nível de diligência empregado pelos conselheiros é positivamente relacionado com a situação econômico-financeira das companhias abertas brasileiras. Isso implica dizer que os conselheiros de administração de companhias brasileiras de capital aberto se tornam menos

diligentes na medida em que a situação econômico-financeira da companhia se deteriora (e vice-versa).

A Tabela 3 também demonstra que o intercepto da regressão (coeficiente β_0) é positivo e apresenta significância estatística (p inferior a 0,05), confirmando, portanto, a hipótese de que o nível de diligência empregado pelos conselheiros de companhias brasileiras de capital aberto é positivamente relacionado com o nível de eficiência dos mecanismos externos de governança corporativa. Esse resultado também será discutido na próxima seção.

Por fim, é importante destacar que, além do intercepto e do coeficiente relativo à variação do risco, os coeficientes das variáveis relativas ao setor de utilidades e, principalmente, à migração de nível de governança corporativa também apresentaram significância estatística (p inferior a 0,05), como será discutido a seguir.

5 DISCUSSÃO

Black et al. (2006) sustentam que, em apenas raras situações, os conselheiros são pessoalmente responsáveis por pagar eles próprios pelos danos, multas e despesas legais que a eles são imputados, visto os ressarcimentos efetuados pelas companhias, por meio de contratos de indenidade, ou pelo Seguro D&O. Portanto, sob o ponto de vista de riscos, essa constatação pode indicar que os conselheiros são indiferentes quanto à situação econômico-financeira da companhia, não exercendo influência no seu comportamento.

No entanto, como demonstrado, esse não parece ser o caso dos conselheiros das companhias de capital aberto brasileiras, visto que a relação entre as duas variáveis se apresentou significativa. Conclui-se, assim, que a variação na situação econômico-financeira da companhia impacta o nível de diligência empregado por seus conselheiros.

Contudo, embora tenha se apresentado significativa, a direção do relacionamento se apresentou em sentido contrário ao esperado. Com base nos resultados do modelo, os conselheiros de administração de companhias brasileiras de capital aberto se tornam menos diligentes na medida em que a situação econômico-financeira da companhia se deteriora (e vice-versa). Tal resultado é exatamente o oposto do esperado e não encontra embasamento na literatura, adicionando complexidade na sua interpretação.

Uma possível explicação para esse achado poderia estar no fato de que, a medida em que a situação econômico-financeira da companhia se deteriora, os conselheiros preferem adotar um grau menor de formalização para deixar menos evidências acerca da sua atuação, com o intuito de preservar a sua imagem. Como já exposto, apesar de o conselheiro ter ao seu alcance mecanismos que lhe permite mitigar o seu risco patrimonial, as opções para redução do risco de imagem são reduzidas.

Outra explicação está no possível viés de seleção de conselheiros de administração de companhias com delicada situação econômico-financeira. A medida em que a situação econômico-financeira da companhia se deteriora, mais dificuldade terá para atrair e/ou reter conselheiros diligentes.

Tais explicações, entretanto, não passam de especulações, visto que não encontram embasamento teórico e nem foram objeto de investigação.

Sobre a segunda hipótese formulada, a regressão, ao apresentar intercepto (coeficiente β_0) positivo e com significância estatística (p inferior a 0,05), confirmou a hipótese de que o nível de diligência empregado pelos conselheiros de companhias brasileiras de capital aberto é

positivamente relacionado com o nível de eficiência dos mecanismos externos de governança corporativa.

Conforme anteriormente destacado, verificou-se um incremento de 48% no número de processos administrativos investigados (comparando 2017 com 2010) e de 29% na quantidade de proponentes de termos de compromissos (comparando 2017 com 2011). Do mesmo modo, verificou-se um aumento no nível de atenção da mídia sobre a atuação dos conselheiros de administração das companhias abertas de capital aberto. Portanto, era esperado um aumento no nível de diligência empregado pelos conselheiros em 2016/17 do que em 2006/7, vista a maior percepção de risco no período mais recente.

Tal resultado é, então, condizente com o esperado, em especial se considerada a relação direta existente entre ambas as variáveis. Naturalmente, o conselheiro, ao perceber que se encontra em um ambiente de maior risco, seja em função do incremento da atividade sancionadora da CVM ou pela maior fiscalização desempenhada pela mídia, tende a atuar em estrita observância aos dispositivos legais, em especial ao dever de diligência.

Sobre os demais resultados do modelo, observa-se que o coeficiente que se apresentou mais significativo está relacionado com a migração de segmento de governança corporativa. Em média, as companhias que migraram de nível de governança corporativa registraram 40 itens a mais nas pautas das RCAs em 2017/16 do que em 2006/7.

Uma possível explicação para esse achado está no fato de que a ascensão de nível de governança costuma estar acompanhada por ampliação no nível de transparência da companhia, que passa a divulgar mais informações, além das legalmente exigidas. Portanto, o movimento em prol da transparência provavelmente se reflete na divulgação mais ampla das atas das RCAs e no cuidado e na atenção na sua elaboração.

Observa-se ainda que o aumento da transparência pode ser um elemento que permite o incremento das pressões externas exercidas sobre o CA. Isso porque quanto mais transparente é a companhia, mais capacitados estarão os seus *stakeholders* para monitorarem seu desempenho e, caso insatisfeitos, exercerem pressão sobre o CA por mudanças. Diante das pressões externas, os conselheiros tendem a ter comportamento mais diligente.

Outra explicação plausível para esse achado está no fato de que, ao adotar um nível mais rigoroso de governança corporativa, a companhia passa a ter que desempenhar novas atividades que antes não era obrigada e que certamente resultarão na ampliação do escopo do trabalho do CA, órgão máximo da governança corporativa das companhias – refletindo, portanto, em maior quantidade de itens nas atas das RCAs.

Ainda com relação ao NDGC, vale destacar que o segmento de listagem das companhias verificado no período inicial de análise do presente estudo (2006/7) não impacta o nível de diligência do CA. Esse resultado é contraintuitivo, visto que se esperava, por exemplo, que companhias listadas no novo mercado em 2006/7 tivessem apresentando um incremento consistente de diligência em 10 anos.

Como dito previamente, o coeficiente da variável *dummy* relativa ao setor de utilidades também se apresentou significativo e positivo. Esse resultado, é provável, se relaciona com o nível de regulação do setor, que costuma ser bastante elevado.

Vale dizer que, ao contrário do esperado, os coeficientes das variáveis relativas à demografia do CA não se apresentaram significantes. Com amparo da revisão bibliográfica, esperava-se que quanto maior o percentual de conselheiros não executivos e de conselheiros independentes, maior a quantidade de itens registrados nas atas das RCAs. Esperava-se esse resultado, principalmente, visto o papel de monitoramento desempenhado por estes tipos de conselheiros. Em razão da relativa distância dos problemas do dia a dia da companhia e da sua experiência adquirida em outros lugares e situações, supôs-se que estes conselheiros solicitariam a inclusão de mais itens nas pautas do CA (que posteriormente se refletiriam em mais itens registrados nas atas), até mesmo para reduzir a assimetria de informações em relação aos executivos da companhia. Contudo, como já dito, a relação entre o percentual de conselheiros não executivos e de conselheiros independentes com a quantidade de itens registrados nas atas das RCAs não se apresentou significativa.

Do mesmo modo, não foi identificada significância estatística em relação ao coeficiente relativo à variável Dualidade PCA/CEO. Com base na literatura, era esperado que a relação entre a Dualidade PCA/CEO e quantidade de itens registrados nas atas das RCAs fosse significativa e negativa. Há de se observar que o PCA é responsável pela convocação das RCAs, controlando, portanto, boa parte dos itens inseridos nas pautas das RCAs. Esperava-se, assim, que a quantidade de itens registrados nas atas das RCAs de companhias cujo PCA também é o CEO fosse menor do que em companhias onde não se observa a Dualidade PCA/CEO. Tal relacionamento era esperado, principalmente, em razão da intenção do PCA de pautar menos itens para reduzir o monitoramento sobre o seu desempenho enquanto CEO.

Por fim, vale um último comentário sobre os mecanismos internos de governança corporativa. Como demonstrado na Tabela 3, nem concentração de propriedade nem a participação de investidores institucionais se apresentam como vetores capazes de influenciar no comportamento dos conselheiros. Uma possível explicação para esse fato foi que se verificou

pouca variação no percentual de participação detido por esses investidores nos períodos analisados, em linha com o seu perfil de investimento de longo prazo.

6 CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivo investigar o impacto do risco sobre a diligência dos conselheiros de administração das empresas de capital aberto brasileiras. Por meio de um estudo longitudinal, foi avaliado o impacto do risco e de outras variáveis sobre a diligência dos CAs de 176 empresas brasileiras de capital aberto em dois períodos distintos, separados por 10 anos.

De acordo com o Guia de Orientações do IBGC (2012), diligente é o conselheiro que, entre outros atributos, exerce as suas funções no interesse da companhia e atua de forma intensa, ágil, dinâmica e participativa, mas que adota o cuidado, a cautela, o zelo e a presteza esperados de um conselheiro em posição e circunstância similares.

Com base na definição apresentada pelo Guia de Orientações do IBGC (2012) para o termo, é possível perceber que o nível de diligência empregado pelos conselheiros não é uniforme, tampouco imutável ao longo do tempo. Isso porque nem todos os conselheiros empregam, dentre outros, o mesmo nível de presteza, intensidade, dinâmica, cuidado, cautela e zelo no exercício de suas funções.

Risco é um conceito amplamente conhecido, difundido e, portanto, estudado por diversas áreas de conhecimento. Em sua definição mais comum, risco corresponde à combinação entre a probabilidade de um evento adverso acontecer e a severidade desse evento, caso se concretize.

Os principais tipos de eventos adversos aos quais os conselheiros de administração estão suscetíveis no exercício de sua função são: (i) responder, com os seus próprios bens, pelos prejuízos causados à companhia ou pela companhia a terceiros; e (ii) ter exposto publicamente algum episódio adverso envolvendo a sua atuação. O primeiro é conhecido como risco patrimonial e o segundo como risco de imagem.

Sob o ponto de vista patrimonial, a severidade do evento adverso tende a guardar relação com a magnitude das transações realizadas pela companhia. No entanto, há que se observar que, apenas em raras situações, os conselheiros são pessoalmente responsáveis por pagarem eles próprios pelos danos, multas e despesas legais, visto que o ônus costuma ser arcado pela própria companhia, por meio de contratos de indenidade, ou pelo seguro de responsabilidade civil para administradores, também conhecido como Seguro D&O (BLACK et al., 2006).

Assim, mesmo que concretizado o evento adverso, a severidade do evento adverso sobre o patrimônio do conselheiro tende a ser baixa. Contudo, ainda que seja baixo o risco patrimonial, o conselheiro está ainda sujeito ao risco de imagem.

Este trabalho focou dois fatores capazes de impactar a probabilidade de materialização de um evento adverso para o conselheiro de administração. O primeiro aspecto analisado relaciona-se com a situação econômico-financeira da companhia. Ainda que a companhia firme contrato de indenidade ou contrate Seguro D&O para os seus conselheiros, é razoável supor que quanto pior a saúde financeira da companhia, maior a probabilidade de seus conselheiros terem que arcar com eventuais prejuízos causados à companhia ou pela companhia a terceiros. Há ainda um efeito de segunda ordem sobre a imagem dos conselheiros. Desta feita, a relação entre a situação econômico-financeira da companhia e o nível de diligência dos conselhos de administração das companhias abertas brasileiras serviu como pano de fundo para a formulação da primeira hipótese investigada no presente estudo.

Ao contrário do esperado, este trabalho demonstrou que os conselheiros de administração de companhias brasileiras de capital aberto se tornam menos diligentes na medida em que a situação econômico-financeira da companhia se deteriora (e vice-versa).

Como discutido, foram levantadas duas possíveis explicações para esse resultado. Embora consiga mitigar o seu risco patrimonial, o conselheiro dificilmente consegue mitigar o seu risco de imagem. Portanto, os conselheiros podem optar por reduzir o nível de formalização nas atas das RCAs, tendo, então, uma atitude menos diligente, para mitigar o seu risco de imagem. Outra possível explicação está relacionada ao viés de seleção dos conselheiros de administração de companhias que se encontram em delicada situação econômico-financeira. Quanto pior a situação econômico-financeira, maior a dificuldade da companhia para atrair e/ou reter conselheiros diligentes. Contudo, tais explicações não passam de especulações, visto que não encontram embasamento teórico e nem foram objeto de investigação, ficando, portanto, a sugestão para que estudos futuros investiguem as razões para esse achado.

Os mecanismos externos de governança corporativa foram também analisados com base na hipótese de serem capazes de alterar a probabilidade de materialização de eventos adversos para os conselheiros de administração de companhias brasileiras de capital aberto. Esse aspecto foi objeto de estudo visto que, quanto mais intensa a fiscalização da atuação dos conselheiros, independentemente se desempenhada pelo órgão regulador, pela justiça ou pela mídia, maior a probabilidade do conselheiro ter que arcar com eventuais prejuízos causados à companhia ou pela companhia a terceiros, e maior a probabilidade de se verificar danos à sua imagem.

Os resultados do presente trabalho demonstraram que os conselheiros de administração de companhias brasileiras de capital aberto se tornam mais diligentes na medida os mecanismos externos de governança corporativa se tornam mais eficientes. Tal resultado é condizente com o esperado. Naturalmente, o conselheiro, ao perceber que se encontra em um ambiente de maior

risco, seja em função do incremento da atividade sancionadora da CVM ou pela maior fiscalização desempenhada pela mídia, tende a atuar em estrita observância aos dispositivos legais, em especial ao dever de diligência.

Por todo o exposto, seja em função da situação econômico-financeira e/ou dos mecanismos externos de governança corporativa, conclui-se que houve cumprimento do objetivo deste trabalho no sentido de que identificou que risco, de fato, é um componente que impacta o nível de diligência empregado pelos conselheiros de administração das empresas de capital aberto brasileiras.

6.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

A amostra constituiu-se por empresas que estavam em operação tanto em 2006/7 quanto em 2016/17. Assim, é formada apenas por companhias que sobreviveram por período 10 anos. Desta forma, empresas que possivelmente vivenciaram situações de elevado estresse, e ampliação de itens registrados nas atas das RCAs, podem não ter sido capturadas na pesquisa.

REFERÊNCIAS

BEZEMER, P.; NICHOLSON, G.; PUGLIESE, A. The influence of board chairs on director engagement: A case-based exploration of boardroom decision-making. **Corporate Governance: An International Review**, v. 26, n. 3, p. 219-234, May, 2018.

BLACK, B. S.; CHEFFINS, B. R.; KLAUSNER, M. Outside director liability: a cross-border analysis. **Stanford Law Review**, v. 58, n. 4, p. 1055-1160, Feb., 2006.

BNDES. **Estatuto da BNDESPAR**. n.p., 18 set. 2018. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/governanca-controle/Legislacao_do_SItima_BNDES/Estatuto-da-BNDESPAR>. Acesso em: 5 set. 2018.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. DOU, Brasília, 17 dez. 1976, Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 05 set. 2018.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 janeiro de 2002. Institui o Código Civil. DOU, Brasília, 11 jan. 2002. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 20 set. 2018.

BUENO, G. et al. Mecanismos externos de governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n.1, p. 120-141, jan./abr.2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Atividade Sancionadora, 2018b. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180829_relatorio_atividade_sancionadora_2trimestre_2018.pdf>. Acesso em: 20 set. 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Consulta de Documentos de Companhias Abertas**. 2018c. Disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAb.aspx?TipoConsult=c>>. Acesso em: 5 set 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 18/08, 2018a. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20101214_PAS_1808.pdf>. Acesso em: 20 set. 2018.

DALTON et al. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 19, n. 3, p. 269-290, March, 1998.

ECONOMATICA. 2018. Disponível em: <<https://economica.com>>. Acesso em: 25 set. 2018.

FIELD, A. **Descobrimos a Estatística usando o SPSS**. São Paulo: Artmed, 2009.

CASTRO FILHO, L. P. de. Fundamentos do contrato de indenidade. **Revista Jus Navigandi**, Teresina, ano 13, n. 1903, 16 set. 2008. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/11726>>. Acesso em: 12 nov. 2018.

FORBES, D. P.; MILLIKEN, F. J. Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. **Academy of Management Review**, v. 24, n. 3, p. 489-505, July, 1999.

GOLDEN-BIDDLE, K.; RAO, H. Breaches in the boardroom: Organizational identity and conflicts of commitment in a nonprofit organization. *Organization Science*, v.8, n. 6, p. 593-611, Dec., 1997.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. **A responsabilidade dos administradores e o dever de diligência**, 2014. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/GT_Interagentes_Responsabilidade_Administradores.pdf>. Acesso em: 01 nov. 2018.

HAMBRICK, D. C.; JACKSON, E. M. Outside directors with a stake: The linchpin in improving governance. **California Management Review**, v. 42, n. 4, p. 108-127, July, 2000.

HAMBRICK, D. C.; MISANGYI, V. F.; PARK, C. A. The quad model for identifying a corporate director's potential for effective monitoring: toward a new theory of board sufficiency. **Academy of Management Review**, v. 40, n. 3, p. 323-344, 2015.

HANSELL, C. The Road to Good Corporate Governance. **CA Magazine**, n. 136, p. 30-33, Dec., 2003.

HEEMSKERK, E. M.; HEEMSKERK, K.; WATS, M. M. Conflict in the boardroom: A participant observation study of supervisory board dynamics. **Journal of Management & Governance**, v. 21, n. 1, p. 233-263, Mar., 2017.

HILLMAN, A. J.; NICHOLSON, G.; SHROPSHIRE, C. Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision. **Organization Science**, v. 19, n. 3, p. 441-456, May, 2008.

HUSE, M. Accountability and creating accountability: a framework for exploring behavioral perspectives of corporate governance. **British Journal of Management**, v. 16, n. especial, p. S65-S79, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBCD. **Guia de Orientação Jurídica de Conselheiros de Administração e Diretores**, 2012. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Guia_11.pdf>. Acesso em: 28 out. 2018

INGLEY, C.; WALT, N. Do board processes influence director and board performance? Statutory and performance implications. **Corporate Governance**, v. 13, n. 5, p. 632-653, Sept., 2005.

JANIS, I. **Groupthink**: Psychological studies of policy decisions and fiascoes. Boston: Houghton Mifflin, 1983.

MCDONALD, M. L.; WESTPHAL, J. D.; GRAEBNER, M. E. What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. **Strategic Management Journal**, v. 29, n. 11, p. 1155-1177, Nov., 2008.

MCNULTY, T. et al. The role, power and influence of company chairs. **Journal of Management & Governance**, v. 15, n. 1, p. 91-121, Dec., 2011.

MELLO, L. B. et al. Qualidade da informação contábil e os processos administrativos julgados pela CVM: uma análise entre 2014 e 2016. **Pensar Contábil**, v. 19, n. 70, p. 24-33, set./dez. 2017.

MERCHANT, K.; PICK, K. **Blind spots, biases and other pathologies in the boardroom**. New York: Business Expert Press, 2010.

MINICHILLI, A.; ZATTONI, A; ZONA, F. Making boards effective: an empirical examination of board task performance. **British Journal of Management**, v. 20, n. 1, p. 55-74, Mar., 2009.

NICHOLSON, G.; PUGLIESE, A.; BEZEMER, P. Habitual routines of boardroom accountability: How boards balance control and collaboration. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 30, n. 2, p. 222-246, Feb., 2017.

PALLANT, J. Development and validation of a scale to measure perceived control of internal states. **Journal of Personality Assessment**, v. 75, n. 2, p. 308-37, Oct., 2000.

PEARCE, J. A.; ZAHRA, S. A. The relative power of CEOs and boards of directors: associations with corporate performance. **Strategic Management Journal**, v. 12, n. 2, p. 135-153, Feb., 1991.

ROBERTS, J.; MCNULTY, T.; STILES, P. (Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: creating accountability in the boardroom. **British Journal of Management**, v. 16, n.1, p. 5-26, Mar., 2005.

SAHUT, J.; GHARBI, H. O. Institutional investors' typology and firm performance: The case of French firms. **International Journal of Business**, v. 15, n. 1, p. 33-50, 2010.

SUSEP. SES – Sistema de Estatísticas da Superintendência de Seguros Privados. 2018. Disponível em: <<http://www2.susep.gov.br/menuestatistica/SES/principal.aspx>>. Acesso: 8 set. 2018.

TIAN, J. J.; HALEBLIAN, J. J.; RAJAGOPALAN, N. The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. **Strategic Management Journal**, v. 32, n. 7, p. 731-747, July, 2011.

USEEM, M.; ZELLEKE, A. Oversight and delegation in corporate governance: Deciding what the board should decide. **Corporate Governance: An International Review**, v. 14, n. 1, p. 2-12, 2006.

VALOR ECONÔMICO. Resultados para busca “conselho de administração”. 2018. Disponível em:

<<https://www.valor.com.br/busca/conselho%2Bde%2Badministra%C3%A7%C3%A3o>>. Acesso em: 15 set. 2018.

WAN, D.; ONG, C. H. Board structure, process and performance: evidence from public-listed companies in Singapore. **Corporate Governance An International Review**, v. 13, n. 2, p. 277-290, Mar., 2005.

ZONA, F.; ZATTONI, A. Beyond the black box of demography: board processes and task effectiveness within Italian firms. **Corporate Governance**, v. 15, n. 5, p. 852-864, Sept., 2007.

Apêndice A – Tratamento da variável situação econômico-financeira

Como esperado, o perfil de companhia mais comumente encontrado na amostra foi de companhias que apresentam dívida líquida, ou seja, que possuíam dívida maior do que a sua posição de caixa e equivalentes, e que geram caixa operacional positivo (EBITDA positivo).

Contudo, algumas companhias apresentaram posição de caixa e equivalentes superior ao seu estoque de dívida, ou seja, que apresentavam valores de dívida líquida negativo, e/ou apresentaram geração de caixa negativa (EBITDA negativo).

Considerando que a variável independente é calculada como a razão entre a Dívida Líquida e o EBITDA, os sinais negativos distorceram os resultados, gerando a necessidade de tratamento.

Algumas empresas, por exemplo, apresentaram posição de dívida superior à sua posição de caixa e equivalentes, mas apresentaram EBITDA negativo. Esse é um perfil de companhia considerado como muito arriscado para os fins do presente estudo, visto que a sua posição de caixa não é suficiente para quitar o seu endividamento de forma imediata e que a companhia não consegue gerar caixa operacional para quitar esse endividamento. Considerando, portanto, que, nesse exemplo, o numerador da equação apresenta valor positivo, mas o denominador apresenta valor negativo, o resultado final da equação é negativo, dando a impressão de que se trata de uma empresa em boa situação econômico-financeira.

Assim sendo, considerando essa e outras distorções que eram geradas em razão das alterações de sinais, foi necessário tratar os dados de dívida líquida e de EBITDA antes de apurar a razão entre elas. Após diversas análises, a solução que melhor atendeu aos objetivos do presente estudo foi transformar os dados de dívida líquida e EBITDA por meio do cálculo das suas tangentes hiperbólicas.

Adicionalmente, dois ajustes a mais foram necessários para a correta transformação de dívida líquida e EBITDA: (i) antes de calcular a tangente hiperbólica, foi necessário dividir todos os valores por 1.000.000, para que o resultado da conta fosse decimal e, portanto, inferior a 1; e (ii) somar 1 ao resultado da tangente hiperbólica para que o resultado da equação fosse apenas positivo, gerando um número entre 0 e 2.

A seguir é apresentado um exemplo de transformação realizada para verificar a situação econômico-financeira de uma companhia em 2006/7:

$$SITU_0 = \frac{\left(\frac{1 - e^{-2(Dívida Líquida_0/1.000.000)}}{1 + e^{-2(Dívida Líquida_0/1.000.000)}} \right) + 1}{\left(\frac{1 - e^{-2(EBITDA_0/1.000.000)}}{1 + e^{-2(EBITDA_0/1.000.000)}} \right) + 1}$$

Por fim, destaca-se que as duas maiores companhias que apresentavam valores consideravelmente acima das demais em termos de dívida líquida e de EBITDA foram retidas da amostra, visto que distorciam os resultados e pareciam ser *outliers*.

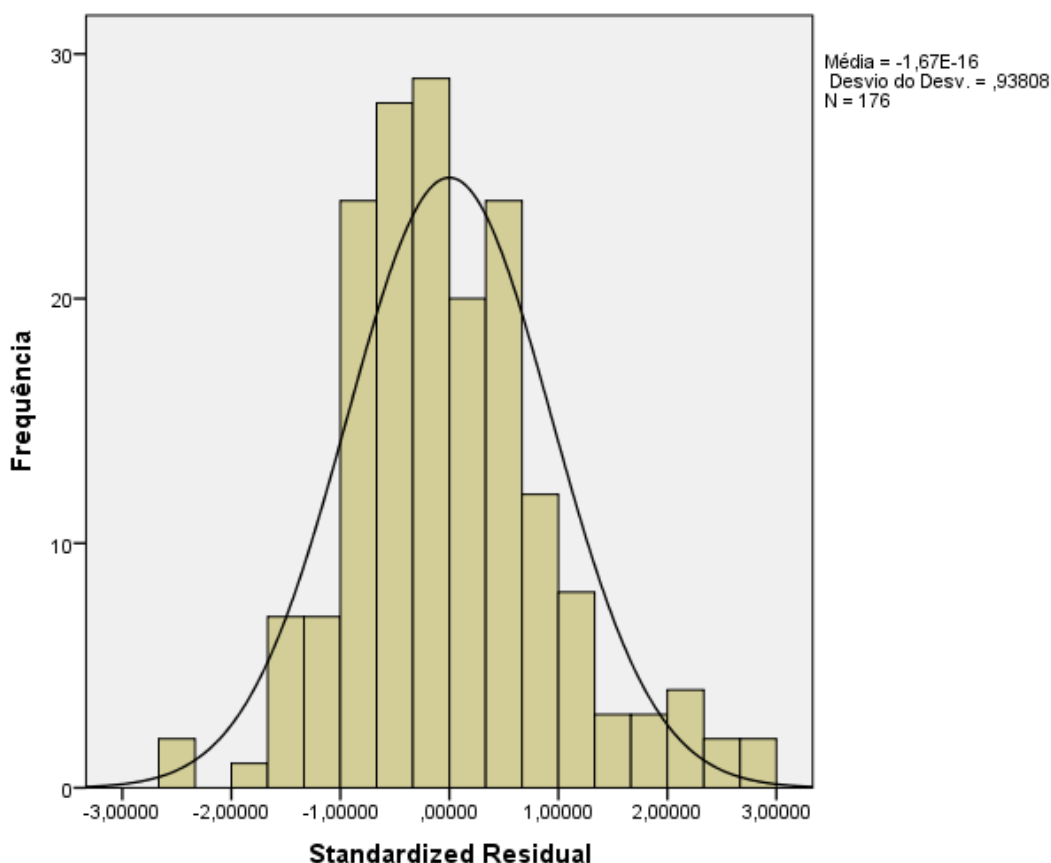
Apêndice B – Validação do modelo

Inicialmente, cumpre destacar que foram identificados e retirados da amostra 5 *outliers*, visto que apresentavam valores padronizados dos resíduos superiores à 3,3 ou inferiores à -3,3, conforme orientado por Field (2009). Após retirar os *outliers*, a distância de Cook máxima encontrada foi de 0,15, portanto, significativamente abaixo de 1, como recomenda Field (2009).

Com base na Tabela 2, é possível perceber que as correlações verificadas entre as variáveis independentes são inferiores à 0,7, conforme orientado por Pallant (2000). Todas as variáveis independentes e de controle apresentam tolerância superior à 0,1 e VIF inferior à 10, conforme orientado por Pallant (2000).

O Gráfico 3 sugere que os resíduos padronizados são normalmente distribuídos.

Gráfico 3 – Histograma dos resíduos da regressão



Fonte: Elaboração do autor.

O teste de Kolmogorov-Smirnov apresentado na Tabela 4 confirma que os dados padronizados do resíduo não diferem significativamente de uma distribuição normal.

Tabela 4 – Teste de Kolmogorov-Smirnov dos resíduos da amostra

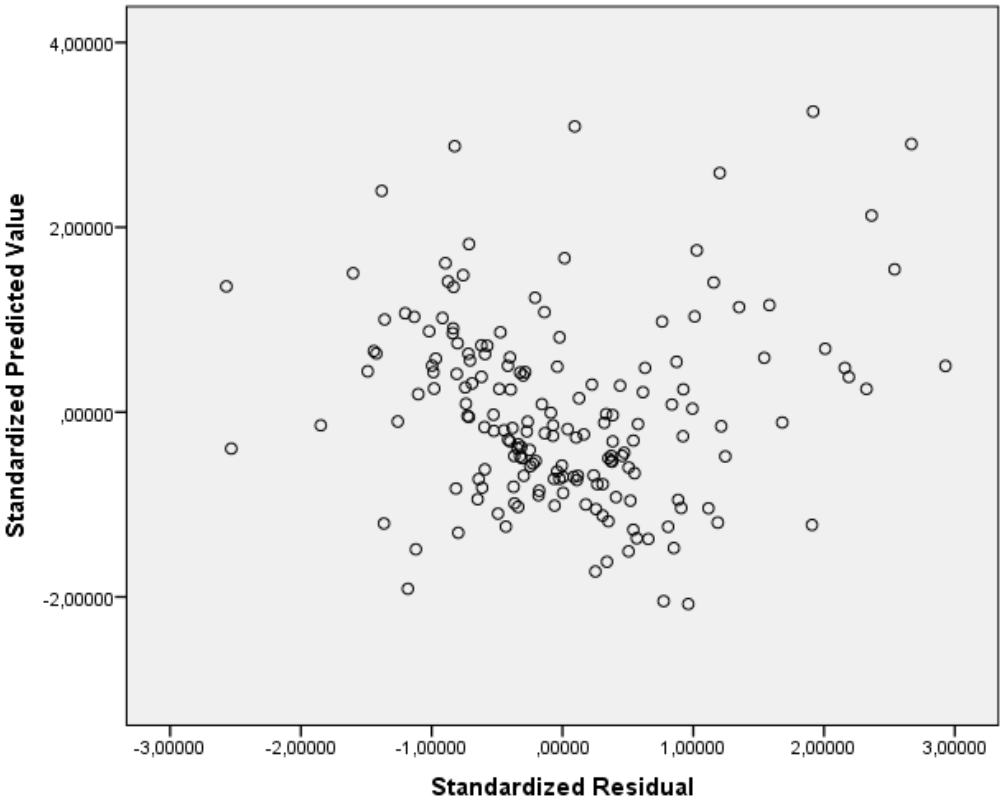
Teste de Kolmogorov-Smirnov de uma amostra		
		Standardized Residual
N		176
Parâmetros normais ^{a,b}	Média	,0000000
	Desvio Padrão	,93808315
Diferenças Mais Extremas	Absoluto	,067
	Positivo	,067
	Negativo	-,049
Estatística do teste		,067
Significância Assint. (Bilateral)		,051 ^c

- a. A distribuição do teste é Normal.
b. Calculado dos dados.
c. Correção de Significância de Lilliefors.

Fonte: Elaboração do autor.

Com base na Tabela 4, é possível perceber que os resíduos são distribuídos de uma forma mais ou menos retangular, sendo que a maioria das observações está concentrada no centro, como recomendado por Pallant (2000).

Gráfico 4 – Dispersão dos resíduos da amostra



Fonte: Elaboração do autor.

Apêndice C – Matriz de correlação

Tabela 5 – Matriz de correlação – Período 2017/16

	DILI	S_HOL	S_IND	S_CC	S_CNC	S_MAT	S_OGB	S_SAU	S_TIC	S_UTI	NDGC_NA	NDGC_N1	NDGC_N2	NDGC_NM	CA_QTD	CA_DUA	CA_CNE	CA_IND	II	CT3M	LIQUI	PORT	SITU
DILI	1																						
S_HOL	-0,174*	1																					
S_IND	-0,053	-0,157*	1																				
S_CC	-0,166*	-0,168*	-0,284**	1																			
S_CNC	0,008	-0,075	-0,127	-0,135	1																		
S_MAT	-0,131	-0,124	-0,210**	-0,224**	-0,100	1																	
S_OGB	0,031	-0,040	-0,068	-0,073	-0,032	-0,054	1																
S_SAU	0,025	-0,052	-0,088	-0,094	-0,042	-0,070	-0,023	1															
S_TIC	0,098	-0,052	-0,088	-0,094	-0,042	-0,070	-0,023	-0,029	1														
S_UTI	0,400**	-0,152*	-0,257**	-0,275**	-0,122	-0,203**	-0,066	-0,085	-0,085	1													
NDGC_NA	-0,486**	0,194**	-0,032	0,010	-0,013	-0,055	-0,079	0,062	-0,009	-0,055	1												
NDGC_N1	0,175*	-0,106	-0,090	-0,062	-0,006	0,226**	-0,046	-0,059	0,051	0,056	-0,449**	1											
NDGC_N2	0,144	-0,071	0,070	-0,006	-0,057	-0,021	-0,031	-0,040	-0,040	0,078	-0,300**	-0,081	1										
NDGC_NM	0,363**	-0,111	0,068	0,037	0,050	-0,095	0,144	-0,007	-0,007	-0,019	-0,677**	-0,183*	-0,122	1									
CA_QTD	0,499**	-0,237**	0,025	-0,133	-0,066	-0,010	-0,033	0,001	0,122	0,287**	-0,565**	0,253**	0,244**	0,344**	1								
CA_DUA	-0,257**	0,114	-0,069	0,183*	-0,055	-0,070	-0,063	-0,082	0,005	-0,057	0,372**	-0,167*	-0,112	-0,252**	-0,321**	1							
CA_CNE	0,342**	-0,132	0,030	-0,186*	0,132	0,038	-0,071	0,107	0,079	0,095	-0,422**	0,178*	0,137	0,290**	0,526**	-0,548**	1						
CA_IND	0,265**	-0,110	0,043	-0,010	0,007	0,004	0,092	0,009	0,037	-0,013	-0,619**	0,091	0,226**	0,539**	0,369**	-0,228**	0,389**	1					
II	0,226**	-0,043	0,149*	-0,133	-0,004	-0,033	-0,040	0,002	-0,052	0,083	-0,118	-0,002	0,054	0,111	0,278**	-0,124	0,173*	0,062	1				
CT3M	0,039	0,070	-0,077	-0,098	-0,042	-0,137	-0,142	-0,079	0,082	0,322**	0,330**	-0,131	-0,051	-0,262**	-0,180*	0,053	-0,018	-0,260**	0,042	1			
LIQUI	0,257**	-0,114	-0,047	0,026	0,086	-0,037	0,188*	0,040	0,027	-0,006	-0,443**	-0,051	-0,046	0,584**	0,367**	-0,126	0,201**	0,398**	0,094	-0,232**	1		
PORT	0,507**	-0,232**	-0,159*	-0,147	-0,042	0,116	0,106	-0,033	0,131	0,328**	-0,546**	0,325**	0,153*	0,316**	0,626**	-0,303**	0,407**	0,403**	0,228**	-0,025	0,423**	1	
SITU	-0,077	-0,013	0,105	0,051	-0,033	-0,090	0,007	-0,026	-0,020	-0,037	0,028	-0,119	0,026	0,042	-0,088	-0,052	0,051	0,142	-0,026	0,049	-0,120	-0,037	1

Tabela 6 – Matriz de correlação – Período 2007/06

	DILI	S_HOL	S_IND	S_CC	S_CNC	S_MAT	S_OGB	S_SAU	S_TIC	S_UTI	NDGC_ NA	NDGC_ N1	NDGC_ N2	NDGC_ NM	CA_QT D	CA_DU A	CA_CN E	CA_IND	II	CT3M	LIQUI	PORT	SITU
DILI	1																						
S_HOL	-0,116	1																					
S_IND	-0,063	-0,157*	1																				
S_CC	-0,140	-0,168*	-0,284**	1																			
S_CNC	-0,051	-0,075	-0,127	-0,135	1																		
S_MAT	-0,011	-0,124	-0,210**	-0,224**	-0,100	1																	
S_OGB	0,043	-0,040	-0,068	-0,073	-0,032	-0,054	1																
S_SAU	-0,015	-0,052	-0,088	-0,094	-0,042	-0,070	-0,023	1															
S_TIC	0,052	-0,052	-0,088	-0,094	-0,042	-0,070	-0,023	-0,029	1														
S_UTI	0,304**	-0,152*	-0,257**	-0,275**	-0,122	-0,203**	-0,066	-0,085	-0,085	1													
NDGC_ NA	-0,438**	0,159*	0,011	-0,012	-0,050	-0,047	-0,103	0,040	0,114	-0,070	1												
NDGC_ N1	0,203**	-0,109	-0,097	-0,028	-0,011	0,265**	0,091	-0,061	-0,061	0,001	-0,538**	1											
NDGC_ N2	0,100	-0,067	0,088	0,009	-0,054	-0,089	-0,029	-0,037	-0,037	0,096	-0,328**	-0,078	1										
NDGC_ NM	0,329**	-0,070	0,021	0,036	0,105	-0,124	0,069	0,025	-0,071	0,033	-0,626**	-0,149*	-0,091	1									
CA_QT D	0,407**	-0,150*	-0,063	-0,164*	-0,010	0,041	-0,003	-0,051	0,081	0,301**	-0,392**	0,349**	0,046	0,171*	1								
CA_DU A	-0,167*	0,194**	-0,011	0,041	-0,110	0,012	0,103	-0,114	0,109	-0,146	0,256**	-0,161*	-0,086	-0,138	-0,271**	1							
CA_CN E	0,266**	-0,215**	-0,096	0,002	0,079	0,052	-0,040	0,010	0,043	0,147	-0,292**	0,145	0,122	0,178*	0,443**	-0,478**	1						
CA_IND	0,261**	-0,091	-0,009	0,108	0,147	-0,115	0,015	0,023	-0,078	-0,007	-0,501**	0,009	0,125	0,570**	0,181*	-0,222**	0,193*	1					
II	0,011	-0,048	0,020	-0,070	0,061	-0,012	0,012	-0,055	-0,055	0,105	-0,070	0,131	-0,071	0,016	0,149*	-0,039	0,154*	0,007	1				
CT3M	-0,054	-0,043	-0,159*	-0,032	0,058	-0,026	-0,072	-0,065	-0,031	0,278**	0,047	-0,065	0,048	-0,032	0,017	0,031	0,074	-0,130	0,169*	1			
LIQUI	0,264**	-0,085	-0,081	0,008	0,096	0,035	0,147	-0,018	0,002	0,006	-0,343**	-0,016	0,050	0,430**	0,113	0,017	0,080	0,362**	0,077	-0,058	1		
PORT	0,445**	-0,150*	-0,209**	-0,175*	-0,086	0,191*	0,066	-0,153*	0,130	0,374**	-0,479**	0,386**	0,102	0,217**	0,466**	-0,235**	0,299**	0,212**	0,172*	-0,021	0,333**	1	
SITU	-0,049	0,014	0,094	-0,060	-0,043	-0,082	0,129	-0,027	-0,044	0,042	0,140	-0,055	0,030	-0,150*	-0,020	-0,018	-0,158*	-0,044	0,023	0,039	-0,034	0,011	1

Tabela 7 – Matriz de correlação – Período 2017/16 - 2007/06

	DILI	NDGC_NA	NDGC_N1	NDGC_N2	NDGC_NM	NDGC_MIG	CA_QTD	CA_DUA	CA_CNE	CA_IND	II	CT3M	LIQUI	PORT	SITU
DILI	1														
NDGC_NA	-0,309**	1													
NDGC_N1	0,020	-0,406**	1												
NDGC_N2	-0,061	-0,332**	-0,125	1											
NDGC_NM	0,340**	-0,374**	-0,392**	-0,347**	1										
NDGC_MIG	0,402**	-0,755**	-0,070	0,080	0,755**	1									
CA_QTD	0,158*	-0,243**	0,024	0,139	0,112	0,230**	1								
CA_DUA	0,078	0,082	-0,065	0,008	-0,030	-0,067	-0,053	1							
CA_CNE	0,051	-0,123	-0,017	0,106	0,055	0,123	0,180*	-0,319**	1						
CA_IND	0,010	-0,177*	-0,108	0,039	0,243**	0,277**	-0,013	-0,016	0,099	1					
II	0,016	-0,104	-0,010	-0,040	0,145	0,133	0,188*	0,033	0,091	-0,001	1				
CT3M	-0,095	-0,122	0,050	0,134	-0,029	0,025	0,045	0,002	0,069	0,032	0,252**	1			
LIQUI	0,191*	-0,089	-0,192*	-0,236**	0,448**	0,353**	0,205**	0,077	0,002	0,001	0,048	-0,136	1		
PORT	0,165*	-0,070	-0,050	-0,074	0,173*	0,168*	0,272**	0,139	0,083	-0,014	0,172*	-0,087	0,277**	1	
SITU	-0,196**	0,056	-0,007	0,028	-0,072	-0,093	-0,008	-0,135	0,017	0,115	0,007	0,069	-0,240**	-0,199**	1