

IMPACTO DA EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA DOS CONSELHEIROS NO DESEMPENHO DE EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO



VAGNER N. MACHADO¹

 <https://orcid.org/0000-0002-8111-8494>

IGOR B. SONZA²

 <https://orcid.org/0000-0001-5403-3279>

Para citar este artigo: Machado, V. N., & Sonza, I. B. (2021). Impacto da experiência estrangeira dos conselheiros no desempenho de empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Mackenzie*, 22(3), 1–29. doi:10.1590/1678-6971/eRAMF210152

Submissão: 26 ago. 2019. **Aceite:** 26 ago. 2020.

¹ Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), Palmeira das Missões, RS, Brasil.

² Universidade Federal de Santa Maria (UFSM), Santa Maria, RS, Brasil.



This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License.

This paper may be copied, distributed, displayed, transmitted or adapted for any purpose, even commercially, if provided, in a clear and explicit way, the name of the journal, the edition, the year and the pages on which the paper was originally published, but not suggesting that RAM endorses paper reuse. This licensing term should be made explicit in cases of reuse or distribution to third parties.

Este artigo pode ser copiado, distribuído, exibido, transmitido ou adaptado para qualquer fim, mesmo que comercial, desde que citados, de forma clara e explícita, o nome da revista, a edição, o ano e as páginas nas quais o artigo foi publicado originalmente, mas sem sugerir que a RAM endosse a reutilização do artigo. Esse termo de licenciamento deve ser explicitado para os casos de reutilização ou distribuição para terceiros.

RESUMO

Objetivo: O objetivo do presente estudo é analisar a influência da experiência estrangeira dos conselheiros no desempenho interno e de mercado das companhias de capital aberto listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3).

Originalidade/valor: O estudo apresenta novas evidências empíricas quanto à relação entre experiência estrangeira de membros do conselho de administração e desempenho de firmas brasileiras. Conhecer melhor essa relação contribui para a formulação de políticas internas de qualificação da alta gestão, além de ser valioso para os acionistas, principalmente em um contexto de fraca proteção legal, como no Brasil.

Design/metodologia/abordagem: Para atingir os objetivos do estudo, coletaram-se os dados de 230 empresas no período de 2010 a 2016, os quais foram submetidos a regressões por dados em painel não balanceados, por meio do Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM-Sys).

Resultados: Os resultados sugerem que quanto maior a proporção de membros do conselho de administração com experiência estrangeira acadêmica e profissional, menor é o seu desempenho interno e de mercado. Esses resultados podem ser justificados pelo isomorfismo institucional, em que ter uma vivência no exterior seria um mito, um *status* institucionalizado pela sociedade brasileira. Além disso, proprietários e conselheiros estrangeiros enfrentam barreiras culturais e têm menor conhecimento do ambiente local, o que aumentaria a assimetria de informações, impactando negativamente o desempenho das firmas. Contudo, um aumento no número de estrangeiros no conselho influencia positivamente o valor de mercado das empresas, pois, por possuírem redes de poder locais mais fracas e, conseqüentemente, menor possibilidade de obter benefícios privados, os investidores acabam valorizando mais as empresas com essa característica.

PALAVRAS-CHAVE

Desempenho. Conselho de administração. Experiência estrangeira. Governança corporativa. Isomorfismo institucional.

1. INTRODUÇÃO

Para Fama e Jensen (1983), a separação entre propriedade e controle geraria conflitos e custos de agência decorrentes da relação entre principal e agente, cujos gestores nem sempre atuam no interesse dos proprietários do capital (Jensen & Meckling, 1976). Os gestores podem tomar decisões contrárias aos interesses dos proprietários, gerando custos que impactam o desempenho das empresas (Gounopoulos & Pham, 2018). A adoção de práticas de governança corporativa ganha destaque no combate aos efeitos dos problemas de agência por meio do monitoramento e da supervisão do comportamento dos agentes (Jensen & Meckling, 1976).

Com base na teoria institucional, as organizações incorporam normas e procedimentos a fim de legitimar suas ações diante da sociedade (Meyer & Rowan, 1977). Nessa perspectiva, as práticas de governança corporativa, embora institucionalizadas, têm um caráter legitimador (Rossoni & Machado-da-Silva, 2010) que padroniza as formas de controle e coordenação do comportamento da alta administração das empresas (Fiss, 2007). Dessa forma, o conselho de administração seria responsável por monitorar os executivos a fim de alinhar os interesses dos proprietários e gestores (Fama & Jensen, 1983).

A crise de legitimidade provocada por escândalos corporativos no início do século aumentou o número de estudos empíricos com foco em governança corporativa (Rossoni & Machado-da-Silva, 2010), especialmente no que diz respeito à relação entre o conselho de administração e o desempenho das empresas em mercados desenvolvidos (Liao, Ma, & Yu, 2017). No entanto, estudos com foco em qualidades específicas, conhecimento ou experiências pessoais de conselheiros são mais escassos. Há evidências empíricas de que no Reino Unido (Conyon, Haß, Vergauwe, & Zhang, 2019) a experiência estrangeira influenciaria a política de remuneração de executivos, impactando as decisões estratégicas internacionais das empresas. Nos Estados Unidos, conselheiros independentes estrangeiros aumentariam a capacidade consultiva dos conselhos, mas a distância geográfica e as diferenças culturais diminuiriam o monitoramento dos gerentes, levando a maiores problemas de agência e menor desempenho das empresas (Masulis, Wang, & Xie, 2012).

As consequências da experiência estrangeira nos conselhos de administração podem ser diferentes para os países emergentes, que geralmente possuem práticas embrionárias de governança corporativa e fraca proteção aos acionistas (Liao et al., 2017; Wen, Cui, & Ke, 2020). No mercado chinês, estudos empíricos sugerem que a experiência estrangeira dos conselheiros impacta positivamente o desempenho corporativo (Giannetti, Liao, & Yu,



2015), o processo de inovação (Yuan & Wen, 2018) e a responsabilidade social corporativa (Zhang, Tang, & Lin, 2016). Conselheiros com experiência no exterior tomariam melhores decisões tributárias (Wen et al., 2020), aumentariam os níveis de transparência (Liao et al., 2017) e reduziriam a volatilidade dos preços das ações das empresas, especialmente em países com governança corporativa fraca (Cao, Sun, & Yuan, 2019). No entanto, a distância do contexto local poderia prejudicar o julgamento das informações financeiras, levando a uma maior influência do *chief executive officer* (CEO) e dos acionistas majoritários (Liao et al., 2017).

No contexto brasileiro, Perlin, Kirch, Vancin e Mastella (2019) pesquisaram quais características da carreira acadêmica influenciam no desempenho e no risco das empresas. Os autores sugerem que possuir diretores com doutorado no exterior aumentaria o desempenho e diminuiria o risco das empresas. No entanto, não há estudos empíricos que investiguem de forma mais abrangente a experiência estrangeira de conselheiros em empresas brasileiras. Nesse sentido, o objetivo deste estudo é analisar a influência da experiência estrangeira de conselheiros no desempenho interno e de mercado de empresas listadas na Bolsa de Valores brasileira (B3).

O presente estudo contribui para a literatura empírica ao ampliar a discussão sobre o tema e apresentar resultados inéditos sobre o impacto da experiência estrangeira dos conselheiros no desempenho de empresas brasileiras. Conhecer as implicações dessa questão pode auxiliar na definição de políticas internas de qualificação da alta administração no exterior (Wen et al., 2020). Essas informações também interessam aos acionistas, preocupados com o monitoramento exercido pelos conselheiros, principalmente em países com fraca proteção legal (Liao et al., 2017), como o Brasil. Os principais resultados indicam que a experiência estrangeira de conselheiros influenciaria negativamente o desempenho das empresas brasileiras. Nesse sentido, o investimento em experiência estrangeira para esse grupo seria um “mito”, um “ritual” já institucionalizado na sociedade brasileira.

2. GOVERNANÇA E EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA NO CONSELHO: CONCEPÇÕES E HIPÓTESES

O crescimento das organizações provocou mudanças na estrutura de propriedade e controle das empresas (Gounopoulos & Pham, 2018), resultando em conflitos e custos de agência decorrentes da relação entre proprietários (principal) e gestores (agente), em que os agentes nem sempre agem

de acordo com os interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976). Fraudes corporativas em grandes empresas norte-americanas no início do século reduziram a confiança do investidor e o valor das ações, aumentando a instabilidade do mercado financeiro (Zhang et al., 2016), o que afetou a credibilidade e legitimidade das organizações (Fiss, 2007).

Seguindo os preceitos da teoria institucional, embora os países possuam um contexto institucional específico, as organizações retêm certo grau de interação, o que permite a disseminação das práticas organizacionais (Rossoni & Machado-da-Silva, 2010). A incorporação de mecanismos institucionais ao ambiente organizacional, como isomorfismo e estruturação, pressupõe mudanças nas formas organizacionais para alcançar um maior grau de eficiência e legitimidade (Meyer & Rowan, 1977). A institucionalização das práticas de governança corporativa combate os conflitos de agência (Jensen e Meckling, 1976), exercendo um papel legitimador do comportamento das empresas (Rossoni & Machado-da-Silva, 2010).

O conselho de administração é um importante mecanismo de governança corporativa que monitora o comportamento dos gestores (Fama & Jensen, 1983; Wen et al., 2020) e exerce função consultiva ante as decisões estratégicas (Masulis et al., 2012). Essas questões motivaram diversos estudos que investigam a influência das características do conselho de administração nos resultados das empresas (Gaur, Bathula, & Singh, 2015). Os principais achados desses estudos sugerem que as características do conselho, como tamanho (Giannetti et al., 2015), idade (Darmadi, 2011), nível de escolaridade e independência dos membros (Akpan & Amran, 2014), impactariam o desempenho das empresas.

O grande desafio das empresas é estruturar o conselho de forma ideal para maximizar o valor para o acionista (Masulis et al., 2012), e, para isso, devem-se selecionar membros mais qualificados, experientes e graduados (Akpan & Amran, 2014). Diretores com experiência financeira e formação acadêmica em contabilidade, finanças e economia (Gaur et al., 2015) estariam mais bem preparados para transmitir informações financeiras ao mercado, o que impactaria positivamente o desempenho das empresas.

A experiência e os hábitos em um país diferente influenciam as habilidades e percepções da alta administração quanto às incertezas e ambiguidades associadas às atividades internacionais (Conyon et al., 2019). Para Masulis et al. (2012), os conselheiros estrangeiros teriam um melhor conhecimento do ambiente regulatório estrangeiro, o que lhes daria uma melhor capacidade consultiva. Entretanto, estariam menos familiarizados com o contexto local, o que limitaria seu poder de monitoramento (Masulis et al., 2012).



Os conselheiros com experiência no exterior se preocupariam com a reputação e a consciência da responsabilidade social corporativa (Zhang et al., 2016), influenciando positivamente a política tributária das empresas (Wen et al., 2020). O conhecimento acumulado no exterior melhora a capacidade de monitoramento, pois reduz a volatilidade dos preços das ações das empresas (Cao et al., 2019), aumenta os níveis de transparência e divulgação de informações, e interfere nas redes de poder locais (Liao et al., 2017). No entanto, o distanciamento cultural do contexto local dificulta a análise e o julgamento das informações financeiras, limitando a capacidade de monitoramento dos conselheiros estrangeiros (Liao et al., 2017).

No Brasil, a admissão de conselheiros com doutorado no exterior aumentaria o desempenho e reduziria os riscos das empresas (Perlin et al., 2019), sugerindo que conselheiros com experiência acadêmica estrangeira teriam melhores habilidades de tomada de decisão gerencial (Wen et al., 2020). No entanto, características específicas do mercado brasileiro, como sistema de governança pouco desenvolvido, estrutura de controle concentrada e fraca proteção jurídica aos acionistas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998), podem alterar a dimensão dos efeitos da experiência estrangeira no desempenho das empresas. Com base nessas suposições, formulou-se a seguinte hipótese:

- Hipótese 1: Quanto maior a experiência estrangeira dos conselheiros, maior o desempenho interno e de mercado das companhias abertas brasileiras.

Outra forma de identificar os impactos da experiência estrangeira é por meio da estrutura de propriedade. De acordo com Choi, Sul e Min (2012), um aumento na propriedade estrangeira elevaria o valor da empresa por conta de um sistema de governança mais globalizado e um monitoramento independente mais eficaz. Doidge, Karolyi, Lins, Miller e Stulz (2009) mostraram que a decisão dos acionistas de abrir capital no exterior está inversamente relacionada ao consumo de benefícios privados de controle, uma vez que a listagem cruzada pressupõe termos legais mais rígidos.

Entretanto, a propriedade estrangeira pode afetar negativamente o capital das empresas, visto que proprietários estrangeiros podem reduzir seus investimentos de capital por causa de preocupações com a expropriação de acionistas (Doidge et al., 2009), prejudicando a criação de valor da empresa (Choi et al., 2012). Nessa linha, Khlif, Ahmed e Souissi (2017) afirmam que o distanciamento da realidade local de proprietários estrangeiros favorece problemas de assimetria de informação, dificultando o monitoramento. Partindo desses pressupostos, formulou-se a seguinte hipótese:

- Hipótese 2: Quanto maior a estrutura de propriedade estrangeira, maior o desempenho interno e de mercado das companhias abertas brasileiras.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo constituiu-se de uma pesquisa descritiva e quantitativa, com base em dados secundários, tendo como população todas as empresas de capital aberto do Brasil. No entanto, foram excluídas empresas não industriais, por terem características diferentes relacionadas aos princípios contábeis e atributos financeiros, e empresas com Q de Tobin (Q-t) menor que zero e maior que dez, para eliminar *outlines* da análise. Essas ações foram tomadas para evitar possíveis vieses, seguindo vários autores que fizeram exclusões semelhantes, como Cao et al. (2019), Choi et al. (2012) e Almeida e Campello (2007). O período de análise é de 2010 a 2016, por causa da divulgação das informações dos membros do conselho por meio dos formulários de referência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Assim, a amostra final inclui 230 empresas ou 1.391 observações não balanceadas.

Para mensurar o desempenho das companhias, foram constituídas as seguintes variáveis dependentes: 1. desempenho interno – retorno sobre o patrimônio líquido (*return on equity* – ROE) e retorno sobre os ativos (*return on assets* – ROA); e 2. desempenho de mercado – *market-to-book* (MB) e Q-t. As variáveis independentes correspondem à experiência estrangeira dos conselheiros e à proporção de proprietários estrangeiros: 1. experiência estrangeira acadêmica (EEA); 2. experiência estrangeira profissional (EEP); 3. proporção de membros estrangeiros no conselho de administração (Cest); 4. proporção de executivos estrangeiros (Dest); e 5. propriedade estrangeira (Pest). Seguindo Giannetti et al. (2015), Liao et al. (2017) e Wen et al. (2020), as informações sobre experiência estrangeira foram extraídas dos currículos dos conselheiros divulgados nos relatórios da CVM. Considerou-se um conselheiro com experiência estrangeira se ele/ela possui graduação ou pós-graduação no exterior (EEA) ou se trabalhou fora do Brasil (EEP). Por fim, as variáveis de controle referem-se ao conselho de administração, aspectos relacionados ao entrenchamento, ao tamanho e ao endividamento das empresas.

Os dados referentes às demonstrações contábeis foram coletados na Economática[®]; e os relacionados às características do conselho de administração e da diretoria, nos itens 12 (assembleias e administradores) e 15 (controle econômico) do Relatório de Referência das empresas, disponível

no *site* da CVM. As variáveis foram submetidas ao programa estatístico Stata 14[®]. A Fórmula (1) apresenta o modelo de dados em painel não balanceado.

$$D_{it} = \alpha_i + EE_{it}\gamma + W_{it}\delta + \sum_i^n EFind_i + \sum_t^n EFtemp_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

em que D representa o desempenho; α , o intercepto; γ e δ , os coeficientes; EE , as variáveis referentes à experiência estrangeira; W , variáveis de controle; $EFind$, os efeitos fixos industriais; $EFtemp$, os efeitos fixos temporais; ε , o termo de erro; i , as companhias; e t , período de tempo. Nesse sentido, a Figura 3.1 contempla as variáveis dependentes, suas descrições e os principais estudos.

(Figura 3.1)

VARIÁVEIS DEPENDENTES - DESEMPENHO INTERNO E DE MERCADO

Variáveis dependentes - desempenho interno		
Variáveis	Descrição	Autores
ROE	Lucro líquido/patrimônio líquido	Gaur et al. (2015), Giannetti et al. (2015) e Liao et al. (2017)
ROA	Resultado operacional/ativo total	Darmadi (2011), Gaur et al. (2015), Giannetti et al. (2015), Cao et al. (2019) e Wen et al. (2020)
Variáveis dependentes - desempenho de mercado		
MB	VM*/patrimônio líquido	Giannetti et al. (2015), Cao et al. (2019) e Wen et al. (2020)
Q de Tobin (Q-t)	(MVE + PS + D)**/ativo total	Darmadi (2011), Choi et al. (2012) e Giannetti et al. (2015)

* VM = valor de mercado (preço das ações *versus* número de ações em circulação).

** Sugerido por Chung e Pruitt (1994), cujo valor de mercado é a soma do MVE – preço das ações da empresa multiplicado pelo número de ações ordinárias em circulação, PS – valor de liquidação das ações preferenciais em circulação e D – dívida total (passivo circulante menos ativo circulante mais estoques e dívidas de longo prazo).

Fonte: Elaborada pelos autores.

Além disso, a Figura 3.2 apresenta as principais variáveis independentes, suas descrições, os estudos que as utilizaram e os sinais de impacto esperado segundo a teoria.

(Figura 3.2)

VARIÁVEIS INDEPENDENTES - EXPERIÊNCIA ESTRANGEIRA

Variáveis independentes - experiência estrangeira			
Variáveis	Descrição	Autores	Sinal
EEA	Número de conselheiros com experiência estrangeira acadêmica/Número total de conselheiros	Giannetti et al. (2015), Iliev e Roth (2018), Cao et al. (2019), Perlin et al. (2019) e Wen et al. (2020)	+
EEP	Número de conselheiros com experiência estrangeira profissional/Número total de conselheiros	Giannetti et al. (2015), Iliev e Roth (2018), Cao et al. (2019) e Wen et al. (2020)	+
Dest	Número de executivos estrangeiros/ Número total de executivos	Darmadi (2011), Choi et al. (2012) e Giannetti et al. (2015)	+
Cest	Número de conselheiros estrangeiros/ Número total de conselheiros	Darmadi (2011), Masulis et al. (2012), Choi et al. (2012) e Giannetti et al. (2015)	+/-
Pest	Porcentagem de ações pertencentes a investidores estrangeiros	Giannetti et al. (2015), Khlif et al. (2017) e Agyei-Boapeah (2019)	+/-

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em termos de capital humano, uma experiência no exterior desenvolveria uma visão mais global, o que levaria a melhores decisões de gestão e, conseqüentemente, melhores resultados corporativos (Conyon et al., 2019). Uma imersão em outra cultura e a internacionalização das relações interpessoais facilitariam a adoção de práticas consistentes de governança corporativa (Giannetti et al., 2015), aumentando o desempenho das empresas (Iliev & Roth, 2018). Por sua vez, conselheiros estrangeiros teriam menos conhecimento dos padrões locais, o que enfraqueceria seu poder de monitoramento, levando a níveis mais baixos de desempenho (Masulis et al., 2012).

Além disso, quanto maior a proporção de proprietários estrangeiros, melhores seriam os níveis de divulgação corporativa, o que permitiria maior acesso a novos mercados e fontes de capital (Doidge et al., 2009). No entanto, a distância física dos proprietários e a falta de conhecimento operacional local aumentariam os níveis de assimetria de informações, o que dificultaria o monitoramento da gestão pelos proprietários (Khlif et al., 2017).

Por fim, a Figura 3.3 contempla as variáveis de controle, os principais estudos e o impacto esperados de acordo com a teoria. Em relação ao conselho de administração, um grande conselho proporcionaria maior vínculo com o mercado, facilitando o acesso a recursos externos (Gaur et al., 2015).



Conselheiros independentes seriam mais eficientes no monitoramento da gestão (Akpan & Amran, 2014), em que aqueles que têm níveis de escolaridade mais elevados (Perlin et al., 2019) e que são mais velhos (Giannetti et al., 2015) tendem a tomar melhores decisões, impactando positivamente o desempenho das empresas. O *turnover* do *chairman* pode representar um desempenho ruim em relação ao monitoramento da gestão corporativa, e sua substituição pode aumentar o desempenho da empresa (Faleye, Hoitash, & Hoitash, 2011).

Por sua vez, os conselheiros independentes teriam menos informações sobre a empresa, o que dificultaria as decisões e o monitoramento da gestão (Masulis et al., 2012), e, se também forem membros de outros conselhos, terão menos tempo para tratar dos assuntos da empresa, o que prejudicaria o desempenho (Giannetti et al., 2015). Além disso, conselheiros que estão há muito tempo no mercado seriam mais resistentes à implementação de novas práticas de governança corporativa (Iliev & Roth, 2018), prejudicando as políticas e o desempenho contábil e de mercado das empresas (Güner, Burak, & Geoffrey, 2008).

Para controle das características dos executivos, foram utilizadas variáveis de entrenchamento. A dualidade entre o CEO e o *chairman* causaria falhas no sistema de controle interno (Fama & Jensen, 1983); além disso, quanto maior o *tenure* dos executivos, maior a chance de redes de poder (Goyal & Park, 2002), casos que dificultariam o monitoramento da gestão. Ademais, quanto maior o número de executivos, maior a demanda por monitoramento, aumentando os custos de agência (Jensen & Warner, 1988). Jensen e Murphy (1990) sugerem que o risco de demissão é mais pronunciado para CEOs mais jovens porque, com o tempo, eles formarão suas bases de poder. Executivos com formação acadêmica estariam mais bem preparados para tomar decisões corporativas (Akpan & Amran, 2014).

Seguindo a maioria dos estudos empíricos em finanças, controlaram-se o tamanho e o nível de endividamento das empresas. Grandes empresas têm mais condições de contratar executivos mais experientes e qualificados, exigindo maior esforço dos gestores (Zhang et al., 2016). Empresas endividadas teriam melhores práticas de transparência de informações (Iliev & Roth, 2018) em razão do maior monitoramento externo por parte dos credores (Rauh, 2009). Por sua vez, o relacionamento com os credores aumentaria os custos de agência, a probabilidade de dificuldades financeiras e os custos de falência (Zhang et al., 2016).



(Figura 3.3)

VARIÁVEIS DE CONTROLE

Variáveis de controle			
Variáveis	Descrição	Autores	Sinal
Ncon	Log (nº total de conselheiros)	Giannetti et al. (2015), Gaur et al. (2015) e Wen et al. (2020)	-
Cind	Nº de conselheiros independentes/nº total de conselheiros	Masulis et al. (2012), Akpan e Amran (2014) e Giannetti et al. (2015)	+/-
Busy	Nº de conselheiros que ocupam cadeiras em outros conselhos/nº total de conselheiros	Faleye et al. (2011), Giannetti et al. (2015) e Iliev e Roth (2018)	-
Tcon	Log (<i>tenure</i> médio dos conselheiros)	Güner et al. (2008), Giannetti et al. (2015) e Iliev e Roth (2018)	+
IMC	Log (idade média dos conselheiros)	Darmadi (2011), Akpan e Amran (2014) e Giannetti et al. (2015)	+
Turnover cons	<i>Dummy</i> . 1 – ano de <i>turnover</i> do <i>chairman</i> ; 0 – caso contrário.	Güner et al. (2008), Faleye et al. (2011) e Giannetti et al. (2015)	+/-
Econ	Nível escolaridade dos conselheiros: 0 – não tem graduação; 1 – graduação; 2 – pós-graduação <i>lato sensu</i> ; 3 – mestrado; 4 – doutorado; e 5 – pós-doutorado.	Fraga e Silva (2012), Akpan e Amran (2014) e Perlin et al. (2019)	+
Dcons	<i>Dummy</i> . 1 – houve mudança na composição do conselho no mesmo ano; 0 – caso contrário.	Güner et al. (2008)	+/-
Dual*	<i>Dummy</i> . 1 – CEO e <i>chairman</i> são a mesma pessoa; 0 – caso contrário.	Faleye et al. (2011) e Wen et al. (2020)	-
Nex*	Log (nº de executivos)	Jensen e Warner (1988) e Giannetti et al. (2015)	+/-
Tex*	Log (<i>tenure</i> médio dos executivos)	Goyal e Park (2002) e Giannetti et al. (2015)	-
IME*	Log (idade média dos executivos)	Giannetti et al. (2015) e Liao et al. (2017)	-
EExec*	Nível escolaridade dos executivos: 0 – não tem graduação; 1 – graduação; 2 – pós-graduação <i>lato sensu</i> ; 3 – mestrado; 4 – doutorado; e 5 – pós-doutorado.	Akpan e Amran, (2014) e Gaur et al. (2015)	+

(continua)

(Figura 3.3 (conclusão))
VARIÁVEIS DE CONTROLE

Variáveis de controle			
Variáveis	Descrição	Autores	Sinal
Dpest	<i>Dummy</i> . 1 – houve mudança de titularidade estrangeira no mesmo ano; 0 – caso contrário.	Ageyi-Boapeah (2019)	+/-
Ativo total (AT)	Log (ativo total)	Faleye et al. (2011), Giannetti et al. (2015), Iliev e Roth (2018), Cao et al. (2019) e Wen et al. (2020)	+
Alavancagem (AL)	(Passivo circulante + Passivo não circulante)/patrimônio líquido	Faleye et al. (2011), Choi et al. (2012) e Giannetti et al. (2015)	+/-

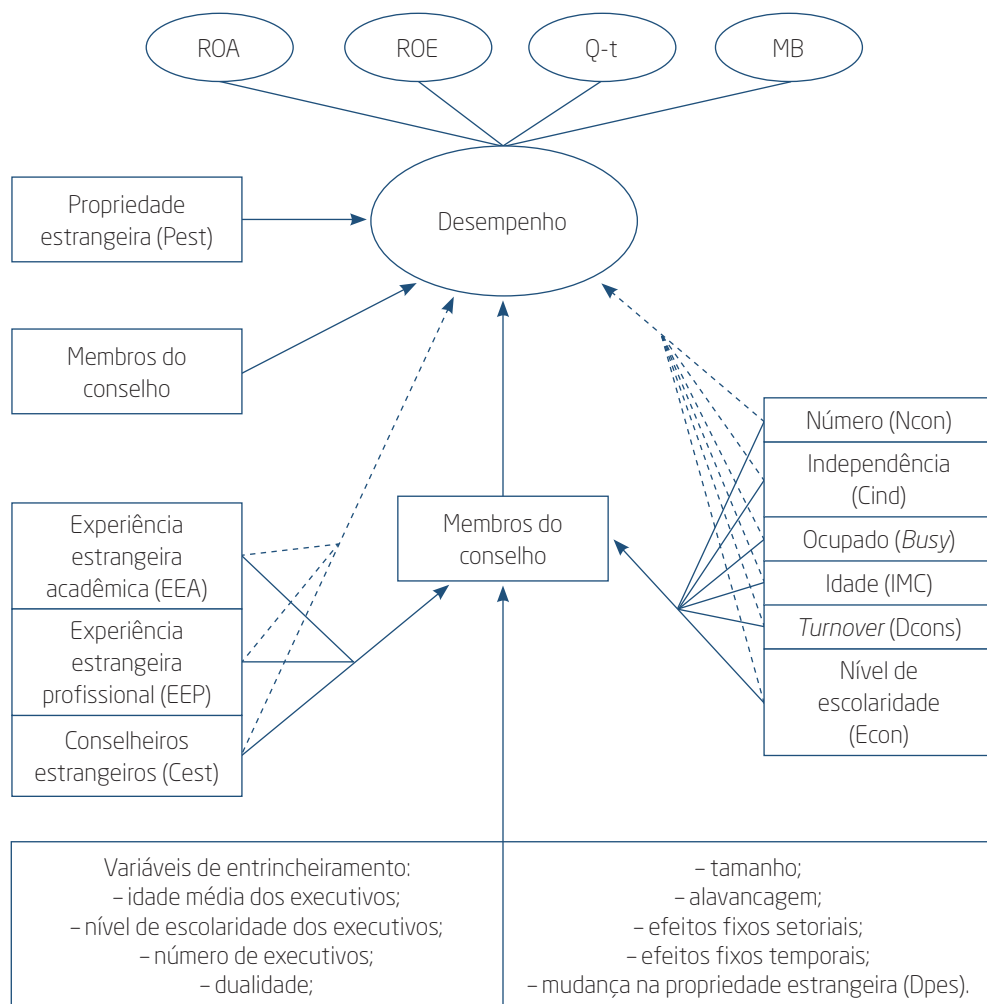
* Variáveis de entrenchamento.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Além disso, foram controlados os efeitos da alteração da composição dos conselheiros e da propriedade estrangeira. A contratação de conselheiros pode ter por objetivo a implementação de políticas específicas nas empresas; nesse caso, uma rotatividade desses agentes pode indicar mudanças nessas políticas, o que influenciaria o desempenho das firmas (Güner et al., 2008). Para captar esses efeitos, criou-se a *dummy* (Dcon), em que 1 indica que houve mudança na composição do conselho em relação ao ano anterior; e zero, caso contrário.

Nessa mesma linha, a disposição dos investidores estrangeiros pode ser sensível à instabilidade do mercado e às condições econômicas (Ageyi-Boapeah, 2019), o que causaria flutuações na proporção de proprietários não locais e nos resultados das empresas. Para capturar esses efeitos, criou-se a *dummy* (Dpest), em que 1 indica que houve mudança de titularidade estrangeira em relação ao ano anterior; e zero, caso contrário. A Figura 3.4 apresenta o referencial teórico/conceitual do presente estudo.

(Figura 3.4)
REFERENCIAL TEÓRICO/CONCEITUAL



Fonte: Elaborada pelos autores.

Para reduzir o número de variáveis e compreender melhor a estrutura dos dados, foi aplicada a análise de componentes principais (*principal component analysis* – PCA). Para identificar a adequação dos dados ao modelo e verificar a consistência interna por meio da intercorrelação das variáveis, realizaram-se o teste Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) e o teste alfa de Cronbach, respectivamente.

Além disso, aplicaram-se regressões lineares dinâmicas por meio de dados em painel não balanceados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemico (*Systemic Generalized Method of Moments* – GMM-Sys), que permite maior eficiência na obtenção de estimadores assintóticos. Nesse caso, existem dois tipos de estimadores que podem ser usados: GMM-Dif (em diferenças) desenvolvido por Arellano e Bond (1991) e GMM-Sys (sistêmico) desenvolvido por Blundell e Bond (1998). A diferença entre os estimadores está nas condições de momento de cada um, dependendo da quantidade de instrumentos disponíveis na análise. Optou-se pelo GMM-Sys por causa da aceitação de um conjunto de instrumentos disponíveis e na perspectiva de estimativas mais precisas, embora as premissas sobre as condições iniciais sejam mais restritivas. Além disso, para Bond (2002), o GMM-Sys possui uma premissa mais robusta, o que reduz os ganhos de eficiência permitidos pela condição de homoscedasticidade.

Para validar os modelos, foram aplicados os seguintes testes de validação: 1. Arellano e Bond (1991): para identificar se há correlação serial nos resíduos; 2. correlação e *variance inflation factor* (VIF): para identificar a existência de multicolinearidade; 3. qui-quadrado (χ^2): para verificar se existe associação entre as variáveis; 4. Hansen (1982): para verificar se há superidentificação dos instrumentos; e 5. Durbin-Wu-Hausman: para testar a endogeneidade. Em função da identificação de *outlines*, as variáveis foram winzorizadas a 5%. A inflação foi corrigida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI).

4. RESULTADOS

Para melhor entendimento dos resultados, optou-se por dividir esta seção em duas partes: “Estatística descritiva e correlação” e “Resultados das regressões e testes de validação”.

4.1 Estatística descritiva e correlação

Antes da análise dos resultados, verificou-se a correlação entre as variáveis. De acordo com Hair Jr., Babin, Money e Samouel (2005), devem-se evitar as que obtiverem uma correlação acima de 0,70. Nesse sentido, apenas o patrimônio líquido, a receita líquida e o ativo total (AT) apresentaram

alta correlação, optando-se por utilizar apenas o último na análise. Depois disso, o VIF indicou que nenhuma variável possui índice acima de 5, mostrando que não há multicolinearidade.

As figuras 4.1.1 e 4.1.2 apresentam a estatística descritiva. Nesse sentido, identificou-se uma grande diferença entre a média e a mediana para algumas variáveis e problemas de assimetria e curtose. Para contornar essas questões, aplicou-se a winsorização a 5% e o logaritmo em algumas variáveis, como AT, número, idade e *tenure* dos executivos e membros do conselho de administração.

Em termos de variáveis dependentes, a Figura 4.1.1 mostra que, para o Q-t, o valor de mercado excede o AT em 9%, e, para o MB, esse valor ultrapassa 55% do patrimônio líquido. Para as variáveis de desempenho contábil, em média, o lucro operacional representa 8% do AT; e o lucro líquido, 7% do patrimônio líquido das empresas. Em relação às principais variáveis independentes, cerca de 0,34 dos conselheiros possui alguma experiência estrangeira, com média de dois anos de experiência acadêmica e 1,44 ano de experiência profissional no exterior. Essa média cai para 0,08 para executivos com experiência no exterior. Em termos de estrutura acionária, há, em média, 7,85% das ações ordinárias pertencentes a estrangeiros.

Para as variáveis de controle, a Figura 4.1.2 mostra que o número de conselheiros gira em torno de 6,55 por empresa, dos quais 1,42 é independente. Esses integrantes têm em torno de 56 anos, com mandato de 3,46 anos e escolaridade média entre MBA e mestrado. Essas empresas contam com cerca de 4,48 executivos seniores, com 51 anos e estabilidade de quatro anos, com escolaridade entre graduação e pós-graduação. A alavancagem dessas empresas é de 1,79, ou seja, o capital de terceiros ultrapassa 79% do patrimônio líquido. Em média, essas empresas têm \$ 0,45 bilhão em receita líquida, \$ 0,29 bilhão em patrimônio líquido e \$ 0,79 bilhão em ativos totais.

(Figura 4.1.1)
ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES E INDEPENDENTES

	Variáveis dependentes				Variáveis independentes				
	Q-t	MB	ROA	ROE	EEA	EEP	Cest	Dest	Pest
Média	1,09	1,55	0,08	0,07	2,09	1,44	0,34	0,08	7,85
Mediana	0,87	1,14	0,02	0,09	2,00	1,00	0,00	0,00	0,00
P10	0,29	0,09	-0,12	-1,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P25	0,55	0,57	-0,02	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
P75	1,34	2,15	0,06	0,19	3,00	2,00	0,00	0,00	5,85
P90	2,25	3,89	0,12	0,32	5,00	4,00	1,00	0,00	32,62
Var.	0,68	1,97	0,01	0,05	5,35	382	1,28	0,19	297,58
Mínimo	0,16	-0,20	-0,28	-0,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	3,48	5,12	0,17	0,49	14,00	14,00	9,00	6,00	99,84
Desv. padrão	0,82	1,40	0,10	0,22	2,31	1,95	1,13	0,44	17,25
Assimetria	1,54	1,12	-1,21	-0,94	1,52	2,10	4,17	7,97	2,76
Kurtose	4,95	3,53	4,64	4,70	6,01	9,24	22,00	85,31	10,75

Q-t – Q de Tobin; MB – market-to-book; ROA – return on assets; ROE – return on equity; EEA – experiência estrangeira acadêmica; EEP – experiência estrangeira profissional; Cest – número de conselheiros estrangeiros; Dest – número de executivos estrangeiros; Pest – percentagem de propriedade estrangeira.

Fonte: Elaborada pelos autores.

(Figura 4.1.2)
ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

	Ncon	Cind	Tcon	Econ	IMC	Nex	Tex	IME	Eexe	AL	⁽¹⁾ RL	⁽¹⁾ PL	⁽¹⁾ AT
Média	6,55	1,42	3,46	2,25	56,52	4,48	3,99	51,38	1,57	1,79	0,45	0,29	0,79
Mediana	6,00	1,00	2,50	1,50	56,33	4,00	2,50	50,50	1,60	1,36	0,11	0,10	0,25
P10	3,00	0,00	0,50	0,75	48,08	2,00	0,50	43,06	1,00	0,01	0,00	0,00	0,00
P25	5,00	0,00	1,10	1,00	51,67	3,00	1,00	46,50	1,00	0,59	0,00	0,00	0,01
P75	8,00	3,00	4,40	2,00	61,20	6,00	5,00	55,00	2,00	2,40	0,40	0,26	0,71
P90	10,00	4,00	7,41	2,80	65,66	8,00	9,82	63,00	2,25	4,80	0,95	0,64	1,95
Var.	7,85	2,93	11,83	8,71	60,95	7,44	19,66	77,52	0,32	5,07	$4,33 \times 10^6$	$1,57 \times 10^6$	$0,90 \times 10^6$
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,84	0,00	-1,07	0,00
Máximo	19,00	13,00	25,00	20,00	86,00	33,00	29,50	86,00	4,00	8,28	11,70	5,95	$1,16 \times 10$
Desv. padrão	2,80	1,71	3,44	2,95	7,80	2,72	4,43	8,80	0,57	2,25	1,05	0,64	1,53
Assimetria	0,50	1,30	2,47	3,37	-1,04	2,43	2,24	-0,46	-0,02	1,27	5,58	4,54	3,71
Curtose	3,44	5,36	11,53	14,16	12,40	17,71	8,86	9,64	3,30	4,97	43,75	28,57	19,89

Ncon – número de conselheiros; Cind – conselheiros independentes; Tcon – tenure médio dos conselheiros; Econ – nível de escolaridade dos membros do conselho; IMC – idade média dos conselheiros; Nex – número de executivos; Tex – tenure médio dos executivos; IME – idade média dos executivos; Eexe – nível de escolaridade dos executivos; AL – alavancagem; RL – receita líquida; PL – patrimônio líquido; AT – ativo total.

⁽¹⁾ Em bilhões, convertidos em dólar com cotação de 4 de abril de 2019 por R\$ 3,88.

Fonte: Elaborada pelos autores.

4.2 Resultados das regressões e testes de validação

Os modelos de regressão foram estimados pelo GMM-Sys utilizando, como variáveis dependentes, indicadores de desempenho contábil (ROA e ROE) e de mercado (Q-t e MB). A Figura 4.2.1 apresenta os testes de validação utilizados no estudo.

(Figura 4.2.1)
GMM (SYS) - TESTES DE VALIDAÇÃO

GMM (Sys) - testes de validação				
Testes	Regressões			
	ROA	ROE	Q-t	MB
Chi2	97,93(0,00)	80,36(0,00)	104,48(0,00)	232,60(0,00)
Hansen	56,34(0,57)	67,50(0,53)	71,08(0,54)	63,14(0,76)
Ar1	-2,94(0,00)	-2,90(0,00)	-2,89(0,00)	-3,48(0,00)
Ar2	-1,40(0,16)	0,56(0,58)	-1,31(0,19)	-0,88(0,38)
Endogeneidade	13,11(0,00)	0,10(0,75)	326,41(0,00)	216,26(0,00)

ROA – *return on assets*; ROE – *return on equity*; Q-t – Q de Tobin; MB – *market-to-book*; Chi2 – teste qui-quadrado; Hansen – teste de Hansen; Ar1 – autocorrelação serial de primeira ordem; Ar2 – autocorrelação serial de segunda ordem; p-valor em parênteses.

Fonte: Elaborada pelos autores.

O teste qui-quadrado indica rejeição da hipótese nula, ou seja, existe uma associação entre as variáveis utilizadas no modelo. O teste de Hansen (1982) indica que a hipótese nula não pode ser rejeitada, ou seja, assume-se que não há superidentificação dos instrumentos. No teste de Arellano e Bond (1991), a hipótese nula para autocorreção serial de primeira ordem é rejeitada, mas a segunda não pode ser rejeitada, ou seja, o modelo apresenta correlação serial de primeira ordem, indicando que o modelo dinâmico GMM-Sys é o mais adequado para o estudo. Por fim, o teste de Durbin-Wu-Hausman evidenciou que, exceto para a regressão ROE, há problema de endogeneidade nas variáveis, pois a hipótese nula não é rejeitada (Davidson & MacKinnon, 1993). Esse resultado indica a necessidade de um método mais robusto, como o GMM-Sys. A Figura 4.2.2 apresenta os principais resultados do modelo de regressão.

Antes de rodar as regressões, aplicou-se a PCA. Para melhor adequação e consistência interna dos dados ao modelo, excluíram-se as seguintes variáveis

com comunidades menores que 0,50 (Hair Jr. et al., 2005): *turnover* do *chairman* (turnover cons), *tenure* dos executivos (Tex), *tenure* dos conselheiros (Tcon) e executivos estrangeiros (Dest). Após a exclusão dessas variáveis, o teste KMO mudou de 0,74 para 0,77 e o alfa de Cronbach passou de 0,67 para 0,70, medidas consideradas adequadas (Hair Jr. et al., 2005). A exclusão de outras variáveis piorou os índices.

De acordo com a Figura 4.2.2, a variável experiência estrangeira acadêmica (EEA) apresenta uma relação significativa de 5% e 10%, com impacto negativo, respectivamente, no desempenho contábil (ROA) e de mercado (MB). Isso significa que, um aumento de 1 ponto percentual da EEA gera uma diminuição de 0,01 ponto percentual na rentabilidade dos ativos e uma diminuição de 0,12 ponto percentual no MB. Nesse mesmo sentido, um aumento de 1 ponto percentual da experiência profissional estrangeira geraria uma diminuição de 0,10 ponto percentual no MB e de 0,03 no Q-t, a 10% e 5% de significância, respectivamente. Esses achados sugerem que quanto maior a experiência estrangeira dos conselheiros, menor o desempenho da empresa, ao contrário dos estudos de Giannetti et al. (2015), Iliev e Roth (2018), Perlin et al. (2019) e Wen et al. (2020).

Os pressupostos da teoria institucional podem ajudar a compreender essa relação inesperada. Para Meyer e Rowan (1977), com a expansão e o aumento da complexidade das estruturas organizacionais formais, as firmas estão sujeitas a regras institucionais e são orientadas a incorporar práticas e procedimentos institucionalizados na sociedade, independentemente de sua eficácia imediata. As incertezas do ambiente organizacional são forças poderosas que incentivam as organizações a considerar os outros como exemplo e, assim, acabam por imitá-los (Dimaggio & Powell, 2005). O desenvolvimento de técnicas, políticas e programas institucionalizados formaria mitos poderosos, adotados por muitas organizações de forma cerimonial (Meyer & Rowan, 1977).

Em um ambiente de conflitos e incertezas, as organizações tendem a adotar, como modelo em seu campo organizacional, outras empresas que considerem mais legítimas ou bem-sucedidas (Dimaggio & Powell, 2005). Em um ambiente altamente competitivo, as organizações precisam manter sua sobrevivência no mercado, o que torna suas práticas e procedimentos um tanto homogêneos ou isomórficos (Meyer & Rowan, 1977). Assim, sugere-se que o investimento em experiência estrangeira dos conselheiros de empresas de capital aberto no Brasil seria um isomorfismo institucional, em que ter experiência no exterior, seja profissional ou acadêmica, seria um mito, um *status* já institucionalizado pela sociedade brasileira.

Outra explicação possível é a eficácia questionável dos conselhos de administração em países com uma estrutura de controle concentrada e fraca proteção legal para os acionistas (Cao et al., 2019). No Brasil, a formação do conselho de administração é obrigatória por lei nas companhias abertas, mas os casos de conselhos altamente eficazes são raros (Sonza & Kloeckner, 2014). Assim, a relação negativa entre a experiência estrangeira dos conselheiros e o desempenho pode ser resultado do desempenho ineficaz do conselho de administração.

(Figura 4.2.2)
RESULTADOS DAS REGRESSÕES

	Variáveis dependentes			
	ROA	ROE	MB	Q-t
D (-1)	0,45*** (3,43)	0,13 (0,72)	0,42*** (3,23)	0,58*** (0,00)
Variáveis independentes				
EEA	-0,01** (-2,39)	0,01 (0,30)	-0,12* (-1,83)	-0,02 (-1,01)
EEP	0,00 (0,49)	0,00 (-0,16)	-0,10* (-1,66)	-0,03** (-1,99)
Cest	0,01 (0,58)	-0,06* (-1,84)	0,17* (1,71)	0,02 (0,66)
Pest	-0,37** (-2,23)	-0,70 (-1,50)	1,52 (0,93)	0,51 (1,16)
Variáveis de controle				
Cind	0,00 (0,05)	0,01 (0,25)	-0,01 (-0,11)	0,00 (0,10)
IMC	0,02 (0,15)	0,44 (0,90)	3,65** (2,29)	0,55 (1,04)
IME	0,26** (2,19)	-0,71 (-1,47)	-1,34 (-1,24)	-0,42 (-1,15)
EExec	0,09 (1,42)	0,03 (0,17)	0,95 (1,18)	0,11 (0,48)

(continua)

(Figura 4.2.2 (conclusão))
RESULTADOS DAS REGRESSÕES

	Variáveis de controle			
	ROA	ROE	MB	Q-t
Econ	0,00 (-0,15)	-0,14** (-2,17)	0,27 (0,98)	0,06 (0,69)
Ncon	0,07 (1,20)	0,14 (0,87)	-0,36 (-0,53)	-0,14 (-0,86)
Nex	0,08** (2,04)	0,04 (0,36)	1,01** (2,40)	0,34*** (2,54)
Dual	0,00 (-0,02)	0,03 (0,35)	0,31 (0,74)	0,10 (0,72)
Busy	-0,01 (-0,76)	-0,04*** (-1,62)	0,04 (0,46)	-0,01 (-0,35)
AL	0,00 (-0,63)	-0,08*** (-4,94)	0,13** (2,13)	-0,03** (-1,99)
AT	0,01 (0,88)	0,08* (1,72)	0,11 (0,73)	0,05 (1,06)
Dpest	0,02 (0,66)	0,03 (0,35)	-0,08 (-0,28)	0,07 (0,87)
Dcon	-0,04* (-1,90)	0,03 (0,52)	-0,04 (-0,19)	-0,06 (-1,09)
EFInd	Sim	Sim	Sim	Sim
EFTemp	Sim	Sim	Sim	Sim
Constante	-1,49 (-1,90)	-0,37 (-0,16)	-11,80 (-1,77)	-1,35 (-0,62)

D-1 – variável dependente defasada; ROA – retorno sobre os ativos; ROE – retorno sobre o patrimônio líquido; Q-t – Q de Tobin; MB – *market-to-book*; EEA – experiência estrangeira acadêmica; EEP – experiência estrangeira profissional; Cest – número de conselheiros estrangeiros; Pest – percentagem de propriedade estrangeira; Cind – conselheiros independentes; IMC – idade média dos conselheiros; IME – idade média dos executivos; EExec – nível de escolaridade dos executivos; Econ – nível de escolaridade dos conselheiros; Ncon – número de conselheiros; Nex – número de executivos; dual – dualidade; busy – conselheiros que ocupam cadeiras em outros conselhos; AL – alavancagem; AT – ativo total; Dpest – mudança na propriedade estrangeira; Dcon – mudança na composição do conselho de administração; EFInd – efeitos fixos setoriais; EFTemp – efeitos fixos temporais.

*** Significância de 1%; ** significância de 5%; * significância de 10%.

Fonte: Elaborada pelos autores.



Ademais, um aumento de 1 ponto percentual na nacionalidade dos conselheiros (Cest) gera uma diminuição de 0,06 ponto percentual no ROE, a 10% de confiança. Esse resultado corrobora a conclusão de Masulis et al. (2012), que afirmam que conselheiros estrangeiros estariam menos familiarizados com os padrões locais de governança corporativa, prejudicando seu poder de monitoramento e o desempenho contábil das empresas. Contudo, um aumento de 1 ponto percentual no número de conselheiros estrangeiros aumenta o MB em 0,17 ponto percentual, a 10% de significância. Esse achado se assemelha ao de Choi et al. (2012) e Giannetti et al. (2015), e sugere que conselheiros estrangeiros teriam redes de poder local mais fracas e, conseqüentemente, menor possibilidade de obtenção de benefícios privados, o que geraria maior confiança aos investidores que valorizam empresas com essa característica.

Em relação à propriedade estrangeira (Pest), um aumento de 1 ponto percentual gera uma redução de 0,37 ponto percentual no ROA, a um nível de confiança de 5%. Esse resultado corrobora os achados de Khelif et al. (2017) e indica que a distância geográfica, as barreiras culturais e a falta de conhecimento do ambiente doméstico criam um “viés local”, no qual acionistas estrangeiros enfrentam maior assimetria de informação.

Em relação às características dos conselheiros, verificou-se que um aumento de 1 ponto percentual na idade média destes gera um aumento de 3,65 pontos percentuais no MB, a 5% de significância. Esse resultado corrobora os achados de Giannetti et al. (2015) e sugere que diretores mais velhos tomariam melhores decisões, impactando a eficiência da gestão da empresa. Por sua vez, um aumento de 1 ponto percentual na educação formal dos conselheiros gera uma diminuição de 0,14 ponto percentual no ROE, a 5% de significância. Em consonância com os achados de Fraga e Silva (2012), esse resultado sugere que quanto maior o nível de escolaridade do conselho, menor o ROE das empresas. Além disso, um aumento de 1 ponto percentual na variável (*busy*) gera uma diminuição de 0,04 ponto percentual no ROE, a 1% de confiança. Esse resultado corrobora os estudos de Faleye et al. (2011) e Giannetti et al. (2015), que argumentam que a participação em outros conselhos pode comprometer a atuação dos conselheiros no monitoramento das empresas.

Em termos de entrincheiramento, os resultados mostram que um aumento de 1 ponto percentual na idade dos executivos gera um aumento de 0,26 ponto percentual no ROA, a 5% de significância. Esse resultado vai contra Jensen e Murphy (1990), Güner et al. (2008) e Giannetti et al. (2015), que sugerem que, ao longo do tempo, os executivos irão formar suas bases

de poder, perseguindo benefícios privados e prejudicando o desempenho da empresa, contudo está em sintonia com as evidências empíricas de Souza e Kloeckner (2014) para o contexto brasileiro. Além disso, um aumento de 1 ponto percentual no número de executivos gera um aumento de 0,08 ponto percentual no ROA e de 1,01 no MB, a 5% de significância, e um aumento de 0,34 ponto percentual no Q-t, a 1% de significância. Esses resultados indicam que quanto maior o número de executivos, maior o esforço dos gestores em prol da obtenção de desempenho (Jensen & Warner, 1988).

A variável AT é significativa a 10%, com um efeito positivo no ROE. Como os estudos de Giannetti et al. (2015) e Iliev e Roth (2018), esse resultado indica que as grandes empresas utilizam as melhores práticas de governança corporativa e teriam melhores condições para contratar gestores qualificados. Ademais, a alavancagem (AL) é significativa a 1% para ROE e a 5% para MB e Q-t. No entanto, seu impacto no desempenho segue direções opostas. Em relação ao ROE e ao Q-t, sua influência é negativa, seguindo os resultados de Zhang et al. (2016), que indicam que o relacionamento com os credores aumentaria os custos de agência, levando a uma maior probabilidade de dificuldades financeiras e custos de falência, o que afetaria o desempenho. Em relação ao MB, essa relação é positiva, corroborando os achados de Giannetti et al. (2015) e Iliev e Roth (2018), e sugere que empresas endividadas teriam melhores práticas de governança (Iliev & Roth, 2018) por causa do maior monitoramento por parte dos credores (Rauh, 2009).

Por fim, constatou-se que o aumento de 1 ponto percentual da ocorrência de alteração na composição dos conselheiros (Dcon) no mesmo ano gera um aumento de 0,04 ponto percentual no ROA, a 10% de confiança. Esse resultado corrobora os achados de Güner et al. (2008), sugerindo que a falta de continuidade das diretrizes estratégicas prejudica os resultados das empresas. Por sua vez, a variável (Dpest) não é significativa em nenhuma regressão, sugerindo que a mudança na proporção de propriedade estrangeira no mesmo ano não influencia o desempenho das empresas. Também foram utilizadas *dummies* para os efeitos fixos industriais e temporais, para garantir que todas as particularidades e condições setoriais de cada ano sejam contempladas nas regressões.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados sugerem que quanto maior a proporção de conselheiros com experiência estrangeira acadêmica e profissional, menor o desempenho



das empresas, rejeitando a hipótese 1 deste estudo. Embora a maioria das pesquisas relacionadas ao tema indique uma relação inversa, esse resultado sugere que, no Brasil, o fato de ter experiência no exterior não gera maior desempenho para as empresas, o que permite pensar que investir em experiência estrangeira seria um isomorfismo institucional, ritual institucionalizado pela sociedade brasileira, corroborando os achados de Dimaggio e Powell (2005). Outro ponto, em compasso com Cao et al. (2019), é que a falta de eficácia do conselho de administração pode ajudar a entender a relação negativa entre a experiência estrangeira dos conselheiros e o desempenho das empresas.

Além disso, os resultados indicam que quanto maior a proporção de conselheiros estrangeiros e propriedade estrangeira, menor o desempenho interno das empresas, rejeitando a hipótese 2. Aspectos como barreiras culturais locais e aumento da assimetria de informação, maximizada pela distância geográfica entre as empresas e seus proprietários (Khlif et al., 2017), podem explicar esses resultados empíricos. Contudo, quanto maior a proporção de conselheiros estrangeiros, maior o desempenho das empresas no mercado. Os conselheiros estrangeiros melhoram as práticas de governança corporativa, o que incentivaria os investidores a confiar na empresa (Choi et al., 2012).

Quanto às características do conselho, os resultados sugerem que conselheiros mais antigos tomariam melhores decisões e melhorariam o desempenho da empresa, de forma que uma alteração na composição do conselho representaria uma perda de continuidade nas atividades, mas essas questões não estão associadas ao nível de escolaridade formal, uma vez que essa variável está negativamente relacionada ao ROE. Diretores ocupados também não contribuem para um melhor retorno do patrimônio. Em termos de entrenchamento, ao contrário do que se esperava, executivos mais velhos e diretorias mais numerosas contribuem para um melhor desempenho da empresa.

Por fim, este estudo se limita às informações disponíveis nos formulários de referência publicados no *site* da CVM. A investigação da influência da experiência estrangeira em outras variáveis, como incentivos diretos e indiretos a executivos e política de divulgação corporativa, pode ser um bom caminho para pesquisas futuras.



IMPACT OF THE FOREIGN EXPERIENCE OF BOARD DIRECTORS ON THE PERFORMANCE OF PUBLICLY TRADED BRAZILIAN COMPANIES

ABSTRACT

Purpose: We analyzed the impact of board directors with foreign experience on the accounting and market performance of companies listed in Brazilian Stock Exchange (B3).

Originality/value: We show unpublished empirical evidence about the relationship between foreign experience of board directors and the performance of Brazilian firms. Knowing this relationship better contributes to the formulation of internal policies for the qualification of senior management, in addition to being valuable to shareholders, especially in a context of weak legal protection, as it is in Brazil.

Design/methodology/approach: We collected data from 230 companies between 2010 and 2016, submitted to unbalanced panel data regressions using the Systemic Generalized Method of Moments (GMM-Sys).

Findings: The results suggest that the higher the proportion of board members with academic and professional foreign experience, the lower their accounting and market performance. This finding can be justified by institutional isomorphism, in which having an experience abroad would be a myth, a status institutionalized by the Brazilian society. In addition, foreign owners and directors face cultural barriers and would have less knowledge of the local environment, which would increase information asymmetries, impacting negatively in firms' performance. On the other hand, an increase in the number of foreigners on the board positively influences the market value of companies, since, by having weaker local power networks and, consequently, less possibility to obtain private benefits, the investors could value companies with this characteristic.

KEYWORDS

Performance. Board of directors. Foreign experience. Corporate governance. Institutional isomorphism.

REFERÊNCIAS

- Agyei-Boapeah, H. (2019). Foreign acquisitions and firm performance: The moderating role of prior foreign experience. *Global Finance Journal*, 42, 1–15. doi:10.1016/j.gfj.2018.02.001
- Akpan, E. O., & Amran, N. A. (2014). Board characteristics and company performance: Evidence from Nigeria. *Journal of Finance and Accounting*, 2(3), 81–89. doi:10.11648/j.jfa.20140203.17
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460. doi:10.1093/rfs/hhm019
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. doi:10.2307/2297968
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. doi:10.1016/S0304-4076(98)00009-8
- Bond, S. (2002). Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice. *Portuguese Economic Journal*, 1, 141–162. doi:10.1007/s10258-002-0009-9
- Cao, F., Sun, J., & Yuan, R. (2019). Board directors with foreign experience and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46 (9–10), 1144–1170. doi:10.1111/jbfa.12400
- Choi, H. M., Sul, W., & Min, S. K. (2012). Foreign board membership and firm value in Korea. *Management Decision*, 50(2), 207–233. doi:10.1108/00251741211203533
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Conyon, M. J., Haß, L. H., Vergauwe, S., & Zhang, Z. (2019). Foreign experience and CEO compensation. *Journal of Corporate Finance*, 57, 102–121. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017.12.016
- Darmadi, S. (2011). Board diversity and firm performance: The Indonesian evidence. *Corporate Ownership and Control Journal*, 9(1), 524–539.
- Davidson, R., & MacKinnon, J. G. (1993). *Estimation and inference in econometrics*. New York: Oxford University Press.

- Dimaggio, P. J., & Powell, W. W. (2005). A gaiola de ferro revisitada: Isomorfismo institucional e racionalidade coletiva nos campos organizacionais. *Revista de Administração de Empresas*, 45(2), 74–89.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Lins, K. V., Miller, D. P., & Stulz, R. M. (2009). Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. *The Journal of Finance*, 64(1), 425–466. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01438.x
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 160–181. doi:10.1016/j.jfineco.2011.02.010
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.
- Fiss, P. C. (2007). Institutions and corporate governance. In R. Greenwood, C. Oliver, K. Sahlin-Andersson, & R. Suddaby (Eds.), *The sage handbook of organizational institutionalism* (pp. 389–410). London: Sage.
- Fraga, J. B., & Silva, V. A. B. (2012). Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: Uma investigação empírica. *Brazilian Business Review*, 9(ed. esp.), 58–80. doi:10.15728/bbrconf.2012.3
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firma performance: A contingency framework. *Management Decision*, 53(5), 911–931.
- Giannetti, M., Liao, G., & Yu, X., (2015). The brain gain of corporate boards: Evidence from China. *The Journal of Finance*, 70, 1629–1682. doi:10.1111/jofi.12198
- Gounopoulos, D., & Pham, H. (2018). Specialist CEOs and IPO survival. *Journal of Corporate Finance*, 48, 217–243. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017.10.012
- Goyal, V. K., & Park, C. W. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 49–66. doi:10.1016/S0929-1199(01)00028-1
- Güner, A., Burak, U. M., & Geoffrey, T. (2008). Financial expertise of directors. *Journal of Financial Economics*, 88, 323–354. doi:10.1016/j.jfineco.2007.05.009
- Hair Jr., J. F., Babin, B., Money, A. H., & Samouel, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- Hansen, P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029–1054.
- Iliev, P., & Roth, L. (2018). Learning from directors' foreign board experiences. *Journal of Corporate Finance*, 51, 1–19. doi:10.1016/j.jcorpfin.2018.04.004



- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990 April). Performance pay and top management incentives. *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Jensen, M. C., & Warner, J. B. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 3–24. doi:10.1016/0304-405X(88)90038-4
- Khlif, H., Ahmed, K., & Souissi, M. (2017). Ownership structure and voluntary disclosure: A synthesis of empirical studies. *Australian Journal of Management*, 42(3), 376–403.
- La Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Liao, G., Ma, M. S., & Yu, X. (2017). Transporting transparency: Director foreign experience and corporate information environment. *28th Annual Conference on Financial, Economics and Accounting*, Philadelphia, Estados Unidos.
- Masulis, R. W., Wang, C., & Xie, C. (2012). Globalizing the boardroom: The effects of foreign directors on corporate governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53(3), 527–554. doi:10.1016/j.jacceco.2011.12.003
- Meyer, J., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *The American Journal Sociology*, 83(2), 340–363.
- Perlin, M. S., Kirch, G., Vancin, D., & Mastella, M. (2019). A ciência nos conselhos e diretorias: O efeito da titulação e produção científica no desempenho das empresas brasileiras. *Encontro Brasileiro de Finanças – Sociedade Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Rauh, J. D. (2009). Risk shifting versus risk management: Investment policy in corporate pension plans. *The Review of Financial*, 22(7), 2687–2733.
- Rossoni, L., & Machado-da-Silva, C. (2010). Institucionalismo organizacional e práticas de governança corporativa. *Revista Administração Contemporânea*, 14(ed. esp.), 173–199.
- Sonza, I. B., & Kloeckner, G. O. (2014). Does corporate governance influence the efficiency of Brazilian companies? *Revista de Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145–160. doi:10.1590/S1519-70772014000200145
- Wen, W., Cui, H., & Ke, Y. (2020). Directors with foreign experience and corporate tax avoidance. *Journal of Corporate Finance*, 62,1–28. doi:10.1016/j.jcorpfin.2020.101624

- Yuan, R., & Wen, W. (2018). Managerial foreign experience and corporate innovation. *Journal of Corporate Finance*, 48, 752–770. doi:10.1016/j.jcorpfin.2017.12.015
- Zhang, X., Tang, G., & Lin, Z. (2016). Managerial power, agency cost and executive compensation: An empirical study from China. *Chinese Management Studies*, 10(1), 119–137. doi:10.1108/CMS-11-2015-0262

NOTAS DOS AUTORES

Vagner N. Machado, mestre pelo Departamento de Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos); **Igor B. Sonza**, doutor pela Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS).

Vagner N. Machado é agora professor assistente do Departamento de Administração da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM); Igor B. Sonza é agora professor do Centro de Ciências Sociais e Humanas da UFSM.

Correspondências sobre este artigo devem ser enviadas para Vagner N. Machado, Avenida Independência, 3751, Vista Alegre, Palmeira das Missões, Rio Grande do Sul, Brasil, CEP 98300-000. E-mail: vagnernaysinger@gmail.com

CORPO EDITORIAL

Editor-chefe
Gilberto Perez

Editor associado
Flavio Luiz de Moraes Barboza

Suporte técnico
Vitória Batista Santos Silva

PRODUÇÃO EDITORIAL

Coordenação editorial
Jéssica Dametta

Preparação de originais
Carlos Villarruel

Revisão
Paula Di Sessa Vavlis

Diagramação
Emap

Projeto gráfico
Libro