

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISAS EM ADMINISTRAÇÃO**

JULIANA SALVADOR FERREIRA DE MELLO

**O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO
VALOR DE MERCADO DAS COMPANHIAS DE CAPITAL
ABERTO NO BRASIL
UMA REAPLICAÇÃO**

BELO HORIZONTE

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS DA UFMG

2007

Juliana Salvador Ferreira de Mello

**O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO VALOR DE
MERCADO DAS COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO NO
BRASIL
UMA REAPLICAÇÃO**

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Finanças

Linha de Pesquisa: Governança Corporativa

Orientador: Prof. Dr. Francisco Barbosa Vidal

Universidade Federal de Minas Gerais

Belo Horizonte

2007

Espaço Reservado para a Ficha Catalográfica

Espaço Reservado para a Ata de Aprovação da Defesa de Dissertação

À minha família e ao meu amor, que tiveram papel determinante na conquista deste objetivo.

"O mais importante é sermos capazes, a qualquer momento, de sacrificar aquilo que somos por aquilo que podemos ser" Charles Dubois

AGRADECIMENTOS

Ao meu amor, Gustavo, por não me permitir, nem por um segundo sequer, desistir de alcançar este objetivo e, ainda, por estar sempre ao meu lado, por entender e apoiar as minhas ausências e, principalmente, por me fazer acreditar que esse era o melhor caminho a seguir.

À minha mãe, pelo apoio e pelo otimismo, pela amizade e pela certeza de que toda a dedicação seria, um dia, recompensada.

Ao meu irmão, Bruno, por todos os bons momentos e pela amizade.

Ao meu pai, pelo incentivo e por saber exatamente o que é realizar este projeto.

Ao Vavá, pela alegria e por todo carinho e amor.

À minha avó, tios, tias, primos e primas, pelo apoio, pela amizade e por acreditarem neste sonho.

Ao meu orientador, Professor Francisco Barbosa Vidal, pelos ensinamentos acadêmicos essenciais à conclusão deste trabalho, pelos comentários sábios, pelas sugestões valiosas e, sobretudo, pelos ensinamentos sobre a vida, pela amizade, carinho e confiança, e por me proporcionar crescimento pessoal e profissional.

Aos amigos do CEPEAD, que compartilharam momentos de alegria e de desânimo, mas que nunca me deixaram pensar em desistir.

Ao grande amigo Flávio Dias Rocha, pelo incentivo, pela ajuda, pela paciência durante esses dois anos e pelas contribuições de inestimável valor para este trabalho.

A cada um dos professores do CEPEAD com os quais tive o prazer de conviver, muito ou pouco, pelos conhecimentos, pela experiência, pelo gosto pela pesquisa e pelo apoio.

Ao Professor Ricardo Teixeira Veiga, pelas sugestões relevantes e pertinentes, e, principalmente, pela indicação bibliográfica, de fundamental importância.

A todos os amigos que, de uma maneira ou de outra, contribuíram para a conclusão deste projeto.

E finalmente, a você, meu avô querido, que, mesmo longe, esteve presente em todos os momentos em que precisei. Em você me espelho, na sua alegria me inspiro e suas recordações servem de exemplo para que eu possa conduzir a minha vida da melhor maneira possível.

RESUMO

Com o intuito de se tornarem investimentos seguros e líquidos, capazes de atrair recursos de investidores que exigem retorno considerável sobre o capital aplicado, muitas empresas têm optado por adotar uma estrutura de boas práticas de governança corporativa. A fim de validar essa opção, faz-se necessário verificar se a adoção dessa estrutura impacta, efetiva e financeiramente, no valor de mercado das empresas. Neste estudo, optou-se por avaliar a estrutura de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo e verificar seu impacto no valor de mercado – nesse caso representado pelo Q de Tobin – mediante a reaplicação do modelo criado por Leal e Carvalho da Silva (2005). Verificou-se que a estrutura de governança corporativa influencia financeiramente e de forma positiva no valor de mercado das empresas que compõem a amostra, no período analisado (2003, 2004 e 2005). Entretanto, os resultados mostraram que a *proxie* adotada por Leal e Carvalho da Silva (2005) para representar a estrutura de governança corporativa das empresas não é adequada para a amostra analisada. Optou-se por adotar a variável *novo mercado* – variável que indica a opção pela listagem no nível novo mercado da Bovespa – para representar a estrutura de governança das empresas. Os resultados encontrados confirmam a hipótese de que a adoção de boas práticas de governança corporativa impacta de maneira positiva e significativa o valor de mercado das empresas brasileiras estudadas.

Palavras-chave: governança corporativa, valor de mercado, novo mercado, conflitos de interesse, investidores, conselho de administração.

ABSTRACT

With the purpose of becoming a safe and liquid investment, capable of attracting resources from investors whom demand considerable return on their capital, many companies have chosen to adopt good corporate governance practices. Aiming to verify this option, it is necessary to check if the implementation of good corporate governance practices influences financially and positively the companies' market value. In this study, the author chose to analyze the good corporate governance practices structure of the companies listed in the São Paulo Exchange (*Bovespa*) and identify its impact in the companies' market value, in this case represented by the Tobin's Q, by a reapplication of Leal e Carvalho da Silva's (2005) model. The results show that good corporate governance practices impact financially and in a positively way the companies' market value. However, the results also show that the variable chosen by Leal e Carvalho da Silva (2005) to represent the companies' good corporate governance practices is not appropriate for the sample and period studied (2003, 2004 and 2005). The author decided to choose the variable *novo mercado* – variable that represents the companies' option to be listed in corporate governance special levels in *Bovespa*. It was possible to confirm the hypothesis that the adoption of good corporate governance practices influences financially and positively the companies' market value.

Key-words: corporate governance, market value, *novo mercado*, conflicts of interest, investors, board of administration.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatísticas descritivas do valor de mercado das empresas

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis de controle.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis de propriedade

Tabela 4 - Estatísticas descritivas do IGC

Tabela 5 – Estatísticas descritivas para a dimensão de governança corporativa

Tabela 6 – Níveis diferenciados de listagem e emissão de ADR

Tabela 7 – Correlação entre Q e variáveis independentes

Tabela 8 – 2SLS com IGC e demais variáveis

Tabela 9 – 2SLS com dimensões de governança corporativa

Tabela 10 – 2SLS com NM como variável de governança corporativa

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo dos principais autores e suas contribuições

Quadro 2 - Modelos de governança corporativa

Quadro 3 - Recomendações sobre governança corporativa do IBGC e da CVM

Quadro 4 – Recomendações sobre governança corporativa da OECD

Quadro 5 - Exigências para adesão aos níveis 1 e 2 de governança corporativa

Quadro 6 – Descrição detalhada das variáveis

Quadro 7 – Breve análise do índice de governança corporativa

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Tipologia dos conflitos de agência

LISTA DE ABREVIATURAS

Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFP - Demonstrações financeiras padronizadas

GC – Governança corporativa

IAN - Informações anuais

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança corporativa

IFRS – *International Financial Reporting Standarts*

ITR - Informações trimestrais

OECD – Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OLS – Ordinary Least Squares

SEC -*Securities Exchange Commission*

US GAAP – *United States General Accepted Accounting Principals*

SUMÁRIO

| | | |
|----------|--|----|
| 1. | INTRODUÇÃO..... | 16 |
| 1.1. | APRESENTAÇÃO..... | 16 |
| 1.2. | PROBLEMA DE PESQUISA | 17 |
| 1.3. | QUESTÃO DE PESQUISA | 18 |
| 1.4. | OBJETIVO | 18 |
| 1.5. | OBJETIVO GERAL | 18 |
| 1.6. | OBJETIVOS ESPECÍFICOS..... | 19 |
| 1.7. | HIPÓTESES DE PESQUISA | 19 |
| 1.8. | JUSTIFICATIVA E RELEVÂNCIA..... | 20 |
| 2. | REFERENCIAL TEÓRICO | 21 |
| 2.1. | TEORIA DA AGÊNCIA..... | 23 |
| 2.2. | GOVERNANÇA CORPORATIVA..... | 26 |
| 2.3. | MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA | 28 |
| 2.4. | BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA | 31 |
| 2.5. | GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE MERCADO DA EMPRESA | 36 |
| 2.6. | ÍNDICE DE GOVERNANÇA DE LEAL E CARVALHAL DA SILVA (2005) | 37 |
| 2.7. | DIMENSÕES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA | 38 |
| 2.7.1. | TRANSPARÊNCIA | 38 |
| 2.7.2. | COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO | 39 |
| 2.7.3. | ÉTICA E CONFLITOS DE INTERESSE | 40 |
| 2.7.4. | DIREITOS DOS ACIONISTAS | 41 |
| 2.8. | NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA | 43 |
| 2.9. | NOVO MERCADO | 45 |
| 2.10. | REAPLICAÇÃO DE ESTUDOS | 47 |
| 3. | METODOLOGIA DE PESQUISA..... | 49 |
| 3.1. | PRÁTICAS METODOLÓGICAS DO ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA | 49 |
| 3.2. | POPULAÇÃO E AMOSTRA..... | 50 |
| 3.3. | ORIGEM DOS DADOS..... | 51 |
| 3.4. | PERÍODO DE ANÁLISE | 52 |
| 3.5. | DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS..... | 52 |
| 3.5.1. | VARIÁVEL DEPENDENTE - <i>Q DE TOBIN</i> | 52 |
| 3.5.2. | VARIÁVEIS INDEPENDENTES..... | 53 |
| 3.5.2.1. | VARIÁVEIS DE GOVERNANÇA | 53 |
| 3.5.2.2. | VARIÁVEIS DE CONTROLE | 54 |
| 3.5.2.3. | VARIÁVEIS DE PROPRIEDADE | 57 |

| | | |
|--------|---|-----|
| 3.5.3. | VARIÁVEIS ASSOCIADAS AO MERCADO FINANCEIRO | 58 |
| 3.6. | ESPECIFICAÇÃO DE MODELOS | 62 |
| 3.6.1. | MÉTODO DE ESTIMAÇÃO..... | 62 |
| 3.6.2. | INFERÊNCIAS ESTATÍSTICAS COM O MÉTODO DOS MÍNIMOS QUADRADOS EM DOIS ESTÁGIOS (2SLS) | 65 |
| 3.7. | TESTES DE ROBUSTEZ..... | 66 |
| 3.7.1. | HETEROCEDASTICIDADE | 66 |
| 3.7.2. | NORMALIDADE..... | 67 |
| 3.7.3. | MULTICOLINEARIDADE | 67 |
| 4. | ANÁLISE DOS RESULTADOS..... | 68 |
| 4.1. | ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS..... | 68 |
| 4.2. | ANÁLISE DOS RESULTADOS DE ESTIMAÇÃO | 79 |
| 4.3. | COMENTÁRIOS SOBRE O ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DE LEAL E CARVALHAL DA SILVA | 87 |
| 5. | CONCLUSÃO | 93 |
| | REFERÊNCIAS..... | 95 |
| | ANEXO 1..... | 101 |
| | ANEXO 2..... | 104 |
| | ANEXO 3..... | 105 |
| | ANEXO 4..... | 106 |

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação

O desenvolvimento do mercado financeiro e a busca dos escassos recursos em posse de investidores, nacionais ou internacionais, institucionais ou não, são fatores que constituem uma opção de investimento atraente para as empresas, desde que elas sejam capazes de atrair capital. Nesse aspecto, devem ser considerados os investimentos na estrutura de governança corporativa adotada pela empresa.

A opção pela adoção de uma estrutura de boas práticas de governança corporativa contribui para o aumento do valor de mercado da empresa, tornando-se um investimento mais líquido, seguro e capaz de atrair capital.

Surge, a partir desse entendimento, a necessidade de verificar se a estrutura de governança corporativa adotada pelas empresas é capaz de afetar, positiva e financeiramente, o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Neste estudo, optou-se pela reaplicação do modelo de Leal e Carvalhal da Silva (2005), com apoio em Hubbard e Vetter (1991), quando afirmam que as reaplicações são fundamentais para a construção e o desenvolvimento do conhecimento teórico, independente da área e do país em questão.

Um modelo econométrico foi escolhido, e as variáveis envolvidas foram definidas. Foram coletados dados secundários capazes de identificar a estrutura de governança das empresas da amostra, bem como as variáveis independentes e dependentes constantes no modelo de análise. Após a análise de regressão pelo modelo de mínimos quadrados em dois estágios, os resultados foram organizados e analisados. Novos temas de estudo foram propostos na Conclusão.

1.2. Problema de pesquisa

Diante do aumento do poderio das empresas, em função, principalmente, do tamanho e da abrangência de sua atuação internacional, fez-se necessário levar em consideração o interesse de um número cada vez maior de *stakeholders*, ou agentes, que influenciam ou são por eles influenciadas. Esses interesses, por sua vez, tendem a ser diferentes, e na grande maioria das vezes, até mesmo conflitantes. Outra razão para a necessidade de atender a interesses diversos é a maior exigência da sociedade e dos investidores. Ambos demandam das empresas uma posição transparente, politicamente correta e sustentável, sob pena de deixarem de ser uma opção de investimento sustentável, de receberem multas ou punições ou de terem sua imagem afetada pelo fato de não serem aquilo que as pessoas esperam delas.

A fim de tentar alinhar todos os interesses dos *stakeholders* de maior relevância, muitas empresas, no Brasil e no mundo, têm trabalhado no sentido de adotar uma estrutura de boas práticas de governança corporativa. Essa estrutura baseia-se em recomendações de institutos e de bolsas de valores em diversos países, bem como em estudos teóricos e empíricos. As boas práticas de governança corporativa incluem: aumento da transparência, respeito aos direitos dos acionistas, adoção de uma postura ética e rápida na resolução de conflitos eventuais e existência de um Conselho de Administração capaz de representar de forma competente os proprietários das ações e de respeitar os interesses dos demais *stakeholders* envolvidos.

Acredita-se que, com a adoção de uma estrutura de governança a empresa venha a ser uma opção de investimento mais segura para o investidor. Este, então, passa a preferir a empresa em detrimento das demais, uma vez que reconhece a estrutura de governança como eficiente e transparente. Além disso, a adoção de uma estrutura de governança baseada nas boas práticas tende a evitar problemas ambientais e outros com sindicatos, funcionários e outras instituições, podendo

aumentar o fluxo de caixa livre para o acionista. Dessa forma, espera-se que o valor de mercado da empresa aumente, uma vez que esta passa a atrair mais capital, já que é uma opção de investimento mais segura.

As empresas têm investido recursos consideráveis na organização de sua estrutura de governança. Outra tendência é a opção pela abertura de capital em níveis diferenciados de governança nas bolsas de valores em todo o mundo ou a migração entre os níveis, visando aumentar seu valor de mercado por meio da segurança reconhecida pelo investidor.

Existe, portanto, a necessidade de se avaliar, empiricamente, a influência da adoção dessa estrutura no valor de mercado da empresa, a fim de justificar e enfatizar a necessidade de investimentos nesta área e a relevância da governança para a sustentabilidade e a perenidade das empresas.

1.3. Questão de pesquisa

Diante da necessidade de estimar se a estrutura de governança adotada pela empresa influencia no seu valor de mercado, propõe-se como questão de pesquisa:

A adoção de uma estrutura de boas práticas de governança corporativa impacta financeiramente no valor de mercado das empresas de capital aberto no Brasil?

1.4. Objetivo

1.5. Objetivo geral

A partir da questão de pesquisa, levantou-se o objetivo geral do trabalho como sendo:

- Calcular o impacto financeiro da adoção de uma estrutura de boas práticas de governança corporativa no valor de mercado das companhias de capital aberto no Brasil.

1.6. Objetivos específicos

Os objetivos específicos foram traçados a fim de orientar o trabalho e de permitir o alcance do objetivo geral.

- Diagnosticar as estruturas de governança corporativa das empresas em estudo.
- Aplicar o índice de governança corporativa de Leal e Carvalhal da Silva (2005), desenvolvido com base nas recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Instituto Brasileiro de Governança corporativa (IBGC).
- Medir o relacionamento entre a estrutura de boas práticas de governança corporativa e o valor de mercado da empresa.
- Mensurar o impacto financeiro da adoção de uma estrutura de boas práticas de governança corporativa no valor de mercado da empresa.

1.7. Hipóteses de pesquisa

Para que os objetivos do trabalho sejam atingidos de forma satisfatória, duas hipóteses são levantadas, com base nos estudos de Leal e Carvalhal da Silva (2005) e Beiner *et al.* (2004).

1ª - A adoção de uma estrutura de boas práticas de governança corporativa pela empresa, representada pelo índice de governança corporativa de Leal e Carvalhal da Silva (2005), incluindo a transparência das informações e as transações relacionadas com a empresa, o respeito aos direitos de todos os acionistas, a opção por postura ética e a existência de um Conselho de Administração representativo dos interesses dos acionistas, afeta, positivamente, seu valor de mercado.

2ª - Dentro da estrutura de governança corporativa, a dimensão *transparência*, que reflete a clareza, a quantidade e a confiabilidade das informações divulgadas, além do esclarecimento das transações entre as partes relacionadas à empresa, tem maior impacto no valor de mercado da empresa se comparada às demais dimensões: direitos dos acionistas, ética e conflitos de interesse e composição e funcionamento do Conselho de Administração.

1.8. Justificativa e relevância

O tema “Governança corporativa” vem sendo estudado desde a década de 1950. No Brasil, as pesquisas tiveram início após as privatizações, na década de 1980, fato que alterou profundamente a estrutura societária das empresas brasileiras, permitindo a entrada de novos sócios. De fato, a governança corporativa tornou-se objeto de interesse de pesquisadores em todo o mundo, principalmente após os escândalos contábeis nos Estados Unidos, em 2001. Depois da aprovação da Lei Sarbanes-Oxley, nos Estados Unidos, em 2002, com o objetivo de fortalecer as práticas de governança corporativa e restabelecer a confiança dos investidores após os escândalos contábeis no país, o assunto tomou proporções mundiais.

Diante do aumento das exigências feitas às empresas brasileiras de capital aberto por transparência, respeito aos direitos dos acionistas minoritários e controle dos conflitos de agência, a adoção de uma estrutura de boas práticas de governança corporativa passou a ser essencial para o estabelecimento da confiança e a diminuição do risco percebido pelo investidor, tanto brasileiro quanto estrangeiro.

As empresas têm investido recursos na busca da adoção de uma estrutura de boas práticas de governança, no Brasil, recomendada pelo Instituto Brasileiro de Governança corporativa (IBGC), pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento

Econômico (OECD), em nível mundial. Tal estrutura deve ser reconhecida pelos investidores como eficiente e suficientemente transparente. A adoção de uma estrutura de governança pode tornar a empresa uma opção de investimento interessante, líquida e que forneça retorno superior, na forma de aumento do valor de mercado da empresa.

A relevância deste estudo apóia-se na avaliação de estruturas de boas práticas de governança corporativa capazes de influenciar positivamente o valor de mercado das empresas. Assim, pretende-se aqui estudar o impacto da adoção de uma estrutura de boas práticas de governança corporativa no valor de mercado da empresa, mediante a reaplicação do índice de governança corporativa construído por Leal e Carvalhal da Silva (2005).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Os estudos sobre os impactos da estrutura de governança corporativa no valor de mercado das empresas têm focado em suas várias dimensões. No Brasil, Soares (2003), utilizando modelos econométricos, verificou o desempenho das ações de empresas no setor de celulose após a adesão ao nível 1 de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Aguiar, Corrar e Batistella (2004) procuraram identificar o efeito dessa migração nos preços das ações, na quantidade média de ações negociadas e no volume financeiro médio negociado. Securato e Securato (2003) analisaram a composição e a independência dos Conselhos de Administração e suas relações com a estrutura de endividamento da empresa.

Outra linha de pesquisa considera a utilização de índices de governança corporativa que englobam uma ou mais dimensões da governança. Foram verificadas a utilização de índices já existentes e a construção de índices pelos pesquisadores. Na Europa, Bauer, Guenster e Otten (2004) utilizaram o índice *Deminor Corporate Governance Ratings* para relacionar o impacto da governança

corporativa no valor de mercado da empresa. Silveira, Barros e Famá (2003), que construíram seu próprio índice de governança corporativa, verificaram os principais fatores que determinam a qualidade da governança. Leal e Carvalho da Silva (2005) criaram um índice de governança corporativa que permitiu verificar a relação com o valor de mercado da empresa e com o índice de pagamento de dividendos.

Para que seja possível a compreender a estrutura de governança corporativa e sua importância no ambiente de negócios, faz-se necessário desenvolver um marco teórico. Primeiramente, será discutida a base teórica em que esta se desenvolveu, incluindo a abordagem da teoria da agência e dos conflitos de agência. Levantada a base teórica, seguem-se o levantamento das definições de governança corporativa mais utilizadas e o apontamento dos principais sistemas de governança desenvolvidos em diversos países, de modo geral, e no Brasil, de modo particular. O contexto econômico e de negócios em que esses sistemas se desenvolveram também é levantado, a fim demonstrar sua importância em moldar o sistema de governança do país. Após o apontamento dos diferentes sistemas, as boas práticas de governança corporativa são discutidas, a partir de um levantamento das recomendações dos órgãos competentes, como a CVM, o IBGC e a OECD. Uma reflexão sobre o relacionamento entre a estrutura de governança, a performance econômica da empresa e seu valor de mercado é sugerida, apresentando resultados de estudos feitos em vários países, especialmente no Brasil. A seguir, o foco é voltado para apresentação de várias dimensões da governança corporativa e para o esclarecimento do modo como cada uma delas pode impactar a segurança percebida pelo investidor e o valor de mercado da empresa. Finalmente, uma discussão sobre a relevância e a validade de reaplicações de estudos é levantada.

2.1. Teoria da agência

Segundo Jensen e Meckling (1976), o principal (dono do capital) e o agente (aquele que dirige a organização) têm, na maioria das vezes, interesses conflitantes e diferentes. Dessa forma, uma vez que a empresa passa a ser de propriedade tanto do agente quanto do principal, no momento em que o agente vende parte de seus direitos, existe uma tendência deste em aumentar seus benefícios não financeiros. O agente tende a aumentar esses benefícios, com reflexo no aumento do custo da organização, até o ponto em que os benefícios representam mais vantagens do que seus custos marginais. Anteriormente, quando o agente e o principal se confundiam na mesma pessoa - e, portanto, mantinha-se toda a propriedade da empresa -, os custos relacionados aos benefícios não financeiros não eram divididos, fazendo com que o agente/principal arcasse com a sua totalidade. Uma vez dividida a propriedade, o agente passa a arcar apenas com parte dos custos. Entretanto, os benefícios não financeiros são integralmente consumidos por ele. Portanto, existe uma tendência de o agente aumentar os benefícios não financeiros até o limite em que estes ultrapassassem os custos com os quais deveria arcar, contando com a sua participação no capital. Esse comportamento tende a reduzir o valor da firma, uma vez que expropria a riqueza do principal. O comportamento do gestor que leva em consideração seus interesses pessoais, e não os interesses do principal - ou seja, o comportamento que não tem como objetivo maximizar o valor da firma -, gera um problema chamado “conflito de agência”, resultante da separação entre o controle e a propriedade. O problema de agência foi abordado por Coase (1937), quando o autor tratou das relações contratuais dentro das organizações, e por Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983), que entendiam a empresa como uma série de contratos que, pelo fato de não serem totalmente completos, davam origem a problemas como a assimetria de informações e o oportunismo.

Para Agrawal e Knoeber (1996), o conflito de agência surge quando agentes têm incentivos para buscar seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas. Penrose (1962) afirma que os agentes vão buscar benefícios e aumento de renda para si próprios, ao invés do aumento da renda para o acionista, em função do risco maior que devem correr na administração da empresa. Com a diluição da propriedade e o afastamento dos proprietários das decisões gerenciais da empresa, a autora enfatiza a necessidade de controlar o comportamento e as atitudes dos agentes.

Para evitar tal comportamento da parte do agente, ou seja, para lidar com o problema de agência, conforme Jensen e Meckling (1976), são instituídos mecanismos de controle, que também diminuem o valor da empresa, uma vez que representam custos de agência. Esses mecanismos têm por objetivo controlar o comportamento do gestor, evitando a expropriação de riqueza do principal e controlando o problema de agência. O investimento nos mecanismos de controle é feito até o ponto em que os benefícios colhidos pelo principal superam os custos de agência. Assim, os benefícios dos mecanismos de monitoramento e contenção do problema de agência devem superar seus custos de instalação e manutenção.

Para Fama e Jensen (1983), a organização é um conjunto de contratos, formais e informais, entre os proprietários dos meios de produção e terceiros. Os contratos, também chamados “regras internas”, especificam os direitos de cada um dos agentes, como os critérios de avaliação de performance. Segundo os autores, os problemas de agência surgem porque os contratos possuem custos, para serem formalizados e cumpridos. Os custos de agência podem ser: custos de estruturação e custos de monitoramento de agentes, com diferentes interesses.

Segundo Agrawal e Knoeber (1996), existem sete mecanismos controladores do problema de agência: (a) acionistas internos; (b) acionistas institucionais; (c) grandes blocos de controladores; (d)

conselheiros externos; (e) política de endividamento; (f) o mercado de trabalho para gestores; e (g) controle corporativo.

Os autores salientam que a extensão do uso de cada mecanismo de controle é determinada internamente na empresa. Enquanto um mecanismo é utilizado de forma branda, outros podem ser utilizados mais intensamente, resultando em performance adequada. O uso de cada mecanismo será aumentado até que os custos e os benefícios marginais deste, para a empresa, se igualem. A escolha pelos mecanismos, bem como pela extensão de seu uso, deve ser feita com base na maximização do valor da empresa. Entretanto, existem mecanismos cujas intensidades não são controladas pela empresa, os quais, portanto, não necessariamente maximizam seu valor, como a existência de controle corporativo. Esses mecanismos são denominados pelos autores “mecanismos externos”. Os mecanismos cujo estabelecimento da extensão da utilização cabe à empresa são chamados “mecanismos internos”. O Quadro 1 faz um resumo dos principais autores e suas contribuições teóricas para o desenvolvimento da governança corporativa:

Quadro 1 - Resumo dos principais autores e suas contribuições teóricas.

| Autor(es) | Ano da publicação | Idéia central |
|---------------------------------------|--------------------------|--|
| Berle e Means | 1932 | A dispersão do capital é a tendência e evita a priorização do interesse de um investidor apenas. |
| Coase | 1937 | A empresa como uma série de contratos imperfeitos. |
| Penrose | 1962 | Agente tende a priorizar seu interesse em função do interesse do proprietário do capital. |
| Jensen e Meckling | 1976 | Interesses entre o agente e o principal são divergentes. |
| Fama e Jensen | 1983 | Contratos imperfeitos dão margem para o oportunismo e a assimetria de informações. |
| Agrawal e Knoeber | 1996 | Mecanismos internos minimizam o problema de agência. |
| La Porta, López-de-Silanes e Shleifer | 1999 | A dispersão de capital não é uma realidade nem mesmo nos países com mercados financeiros mais desenvolvidos. |

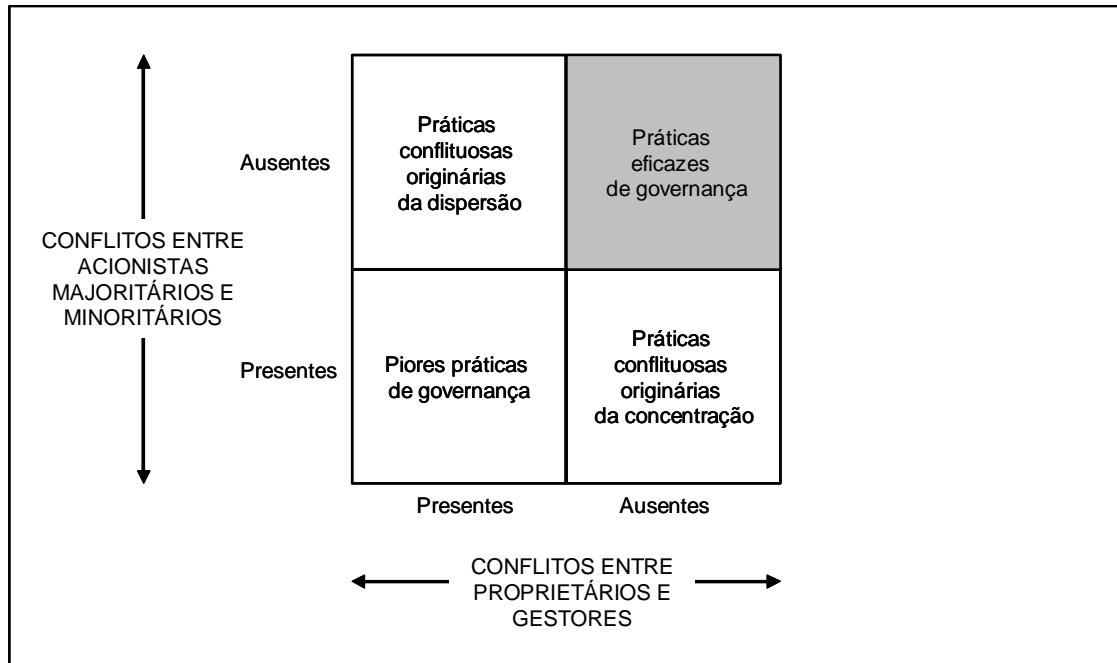
Fonte: Elaboração da autora.

2.2. Governança corporativa

Apesar de o modelo de dispersão de capital de Berle e Means (1932) ser amplamente conhecido, estudos recentes, como os de La Porta, López-de-Silanes e Shliefer (1999), mostram que a concentração de capital é verificada até mesmo em países considerados desenvolvidos. Após estudarem a estrutura de propriedade em 27 países desenvolvidos, os autores concluíram que um número muito pequeno de empresas possui a propriedade dispersa e que isso somente acontece em países que privilegiam a proteção ao acionista.

A governança corporativa é um mecanismo interno de controle dos conflitos de agência, que pode ser reconhecido como de controle corporativo. Segundo Gugler (2001), são dois os principais conflitos com os quais a governança corporativa (GC) procura lidar: o conflito entre o acionista controlador e os acionistas minoritários; e entre o agente e os acionistas. A Figura 1, retirada de Andrade e Rossetti (2004) demonstra a tipologia dos conflitos derivados do problema de agência. Os autores caracterizam como práticas eficazes de governança corporativas aquelas capazes de controlar e evitar tanto os conflitos entre acionistas minoritários e majoritários, originados da concentração da propriedade, quanto aqueles entre gestores e acionistas, originários da dispersão da propriedade e de um sistema de controle não adequado. Gugler (2001) defende que a estrutura de governança corporativa de uma empresa tenta impedir que ocorra a expropriação da riqueza do principal ou do acionista, mediante o monitoramento das decisões do agente.

Figura 1 - Tipologia dos conflitos de agência



Fonte: Andrade e Rossetti, 2004, p. 33.

A definição de governança corporativa adotada neste trabalho é a do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), destaca:

Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. (2004, p. 6)

Conforme Silveira, Barros e Famá (2004), “governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para a minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores” (p. 2). Para Rabelo (1998), a governança corporativa tem a função básica de minimizar a perda residual associada à separação da propriedade e do controle das corporações.

A OECD trata a governança corporativa como um sistema de relações, definido-a como um “conjunto de relações entre a gestão da empresa, seu órgão de administração, acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo da sociedade estabelece a estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos” (2004, p. 11)

Shleifer e Vishny (1997), em uma perspectiva da área de Finanças, mencionam que a governança corporativa lida com a forma pela qual os fornecedores de capital asseguram seu direito de receber um retorno pelo seu investimento. Para os autores, a governança trata das relações entre a gestão da empresa, o Conselho de Administração, os acionistas e outras partes interessadas.

2.3. Modelos de governança corporativa

A governança corporativa se desenvolveu de maneira diversa em diferentes países, refletindo, principalmente, o estágio de desenvolvimento do mercado de capitais presente em cada um deles, o marco regulatório e a forma de propriedade (TURNBULL, 1997). Segundo o autor, são quatro os modelos de governança corporativa: (a) financeiro; (b) *stewardship* (de representação); (c) *stakeholders*; e (d) político.

O modelo financeiro é comum nos países anglo-saxônicos, como Estados Unidos, Canadá, Reino Unido e Austrália. Para o autor, na visão financeira, o problema central da governança corporativa é a determinação de regras e incentivos para alinhar o comportamento dos agentes com a maximização da riqueza do proprietário. As regras e os incentivos que podem ser reconhecidos como contratos são estabelecidos segundo a perspectiva da empresa e não levam em consideração os aspectos políticos, regulatórios e legais, nem a cultura da economia no qual estão inseridos. Segundo o autor, o modelo financeiro pode ser considerado uma parte do modelo político, este último mais amplo.

Normalmente, nestes países, investidores institucionais, como fundos de pensão e fundos mútuos, possuem a maioria das ações de empresas de capital aberto. Rabelo (1998) explica que este modelo é caracterizado como um mecanismo de controle externo, que apresenta como características um grande número de empresas listadas em bolsas de valores e mercados de capitais líquidos. A detenção do capital é disperso nestes países. Neste sistema de GC, ocorre o aumento dos conflitos de agência e, conseqüentemente, dos custos relacionados ao controle deste problema (JENSEN E MECKLING, 1976). Os conflitos de agência neste modelo surgem principalmente entre os acionistas e os responsáveis pela administração, em função da propriedade dispersa (BECHT, BOLTON E RÖELL, 2002).

Já o sistema de *stewardship*, ou de representação, considera que os agentes são representantes das companhias e trabalham para obter altos lucros e máximo retorno para os acionistas. Dessa forma, o Conselho de Administração se limita a referendar as decisões do agente (TURNBULL, 1997). O sistema, encontrado principalmente no Japão, pode ser caracterizado como um mecanismo de controle interno, como defende Rabelo (1998). É reconhecido pelo número reduzido de empresas listadas (se comparado ao sistema financeiro, por exemplo) e por um mercado de capitais com baixa liquidez, levando a sistemas complexos de propriedade cruzada ou piramidal (RABELO, 1998).

O sistema *stakeholders* leva em consideração o interesse de todos os envolvidos, como os clientes, a sociedade, as instituições, os credores, os funcionários, o governo e os acionistas. Segundo Turnbull (1997), o propósito da companhia é criar riqueza para todos os *stakeholders*. Dessa forma, o objetivo dos agentes é a criação total de riqueza para todos os envolvidos com a companhia. Este sistema é encontrado principalmente na Alemanha, conforme Martins (2004).

Finalmente, o sistema político é definido pelas determinações do governo e da legislação em vigor no país. As decisões de alocação de recursos, neste caso, são determinadas pelo ambiente macro e pelas decisões do governo. Este sistema leva em consideração as questões legais, regulatórias e políticas do ambiente em que a companhia está inserida (TURNBULL, 1997). Caso haja privilégio de algum *stakeholder*, é devido à imposição da legislação, e não à escolha da companhia, conforme Martins (2004).

Segundo Scott (1997) e Carlsson (2001) citados por Martins (2004), o sistema latino-americano de GC, existente no Brasil, pode ser representado como um paralelo aos modelos alemão e japonês, apesar de diferentes formas de mobilização de capital, já que este sistema pode ser caracterizado por grande concentração de propriedade e existência de propriedade cruzada, grande presença de ações preferenciais e baixa liquidez. A OECD (2003) assume que este sistema é caracterizado pela concentração de propriedade, principalmente nas mãos de grupos familiares, pela sobreposição do controle e da gestão e pelos conflitos entre majoritários e minoritários, em função da baixa proteção legal aos acionistas não detentores do controle.

O Quadro 23, extraído de Andrade e Rossetti (2004), traz um resumo dos modelos de governança corporativa encontrados ao redor do mundo. Diferentemente de Turnbull (1997), os autores não mencionam o modelo político.

Quadro 02 - Modelos de governança corporativa

| Características | Modelo financeiro ou anglo-saxão | Modelo stakeholder ou alemão | Modelo stewardship, ou de representação | Modelo latino-americano |
|---------------------------------------|----------------------------------|------------------------------|---|---------------------------|
| Financiamento predominante | Capital Próprio | Dívida | Dívida | Dívida |
| Propriedade e controle | Dispersão | Concentração | Concentração com cruzamentos | Familiar concentrado |
| Propriedade e gestão | Separadas | Sobrepostas | Sobrepostas | Sobrepostas |
| Conflitos de agência | Acionistas-direção | Credores-acionistas | Credores-acionistas | Majoritários-minoritários |
| Proteção legal a minoritários | Forte | Baixa ênfase | Baixa ênfase | Fraca |
| Conselhos de administração | Atuante, foco em direitos | Atuante, foco nas operações | Atuante, foco na estratégia | Vínculos com a gestão |
| Liquidez da participação acionária | Muito alta | Baixa | Baixa | Especulativa e oscilante |
| Forças de controle mais atuantes | Externas | Internas | Internas | Internas |
| Governança corporativa | Estabelecida | Estabelecida | Baixa ênfase | Embrionária |
| Abrangência dos modelos de governança | Baixa | Alta | Alta | Em transição |

Fonte: Adaptado de Andrade e Rossetti, 2004 (p. 145)

Como é possível verificar a partir da análise do Quadro 2, o sistema latino-americano ainda deve sofrer alterações, buscando desenvolver a governança corporativa e sua abrangência (OECD, 2003). O órgão pontua a necessidade de ações principalmente no âmbito da proteção aos acionistas minoritários, da resolução de conflitos de forma mais rápida e eficiente, e da clareza e confiabilidade nas informações e comunicações oficiais emitidas pelas empresas.

2.4. Boas práticas de governança corporativa

Segundo o IBGC (2004), o objetivo central do *Código de Boas Práticas* é indicar caminhos para as sociedades comerciais, sejam elas abertas ou fechadas, buscando aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, facilitar o acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para

sua perenidade. Esses objetivos são compartilhados pela CVM, em suas recomendações sobre GC. Além disso, a CVM busca o desenvolvimento do mercado de capital no país, por meio da divulgação e recomendação das boas práticas de GC.

As sugestões de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (2004) são pautadas em quatro princípios básicos: (a) Transparência; (b) Equidade; (c) Prestação de Contas; e (d) Responsabilidade corporativa.

Por transparência entende-se o empenho em informar de maneira clara e rápida. O tratamento justo e igualitário de todos os grupos de *stakeholders*, incluindo grupos minoritários e acionistas detentores de ações preferenciais, caracteriza o princípio da equidade. Segundo o princípio de prestação de contas, os agentes devem se reportar àqueles que os elegeram e responder integralmente por seus atos, enquanto estiverem no exercício de seus mandatos. E, finalmente, a responsabilidade corporativa se relaciona com a perenidade das organizações e devem incorporar questões ambientais e sociais, uma vez que tem o foco no longo prazo e na sustentabilidade.

O *Código do IBGC* (2004) trata de seis assuntos principais: (a) Propriedade, (b) Conselho de Administração; (c) Gestão; (d) Auditoria independente; (e) Conselho fiscal; e (f) Conduta e conflitos de interesses. Já as *Recomendações da CVM* (2002) tratam de tópicos como: transparência, estrutura e responsabilidade do Conselho de Administração, proteção aos acionistas minoritários, auditoria e demonstrações financeiras. Os tópicos em ambas as publicações diferem apenas nos nomes, mantendo praticamente a mesma essência.

Em nível internacional, as *Recomendações da OECD* são referência mundial. Os *Princípios da OECD sobre o governo das sociedades* (2004) apóiam-se, sobretudo, em: (a) direitos dos acionistas; (b) tratamento equitativo dos acionistas; (c) papel dos sujeitos relevantes no governo das organizações;

(c) divulgação de informações e transparência; e (e) responsabilidades do órgão de administração.

Segundo a publicação, os princípios

[...] destinam-se a ajudar os governos de Estados-Membros e países terceiros nos esforços para avaliar o enquadramento legislativo, institucional e regulamentar do governo das sociedades nos respectivos países e a proporcionar linhas de orientações e sugestões para as bolsas de valores, investidores, empresas e outras partes que desempenhem um papel no processo de desenvolvimento de um bom governo das sociedades (p. 11).

O Quadro 3 traz um resumo das *Recomendações do IBGC* e das *Recomendações da CVM*. As duas últimas colunas mostram qual das publicações recomenda cada item. As *Recomendações da OECD* não foram incluídas em função do seu caráter mais abrangente e amplo, podendo ser encontradas no Quadro 4.

Quadro 3 - Recomendações sobre governança corporativa do IBGC e da CVM

| Ação | Detalhamento | IBGC | CVM |
|--|---|-------------|------------|
| Conceito “uma ação = um voto” | O direito de voto deve ser assegurado a todos os sócios, independente da espécie ou classe das ações. | X | - |
| Ações ordinárias e preferenciais | A empresa deve priorizar a emissão somente de ações ordinárias e a redução, ao máximo, chegando a eliminação, das ações preferenciais. | X | X |
| Processo de votação | A companhia deve facilitar o processo de votação, bem como incentivar a participação dos acionistas no mesmo. | X | X |
| Arbitragem | Os conflitos entre os sócios e a sociedade devem ser resolvidos por meio da arbitragem. | X | X |
| <i>Free-float</i> ¹ | As empresas devem fazer esforços para manter o maior número de ações em circulação. | X | - |
| Direito de <i>tag-along</i> ² | Determinação do direito de <i>tag-along</i> além do estabelecido pela legislação. | X | X |
| Acordo de Acionistas | Deve estar publicamente disponíveis. | X | X |
| | Não deve restringir o direito de voto de qualquer membro do Conselho de Administração. | X | - |
| Conselho de Administração | Entre 5 e 9 membros. | X | X |
| | As posições de CEO e de presidente do Conselho devem ser ocupadas por pessoas diferentes. | X | X |
| | Formado por conselheiros independentes. | X | X |
| | Mandato unificado de um ano, podendo haver reeleição. | X | X |
| Conselho Fiscal | Deve ser permanente e independente. | X | |
| Operações com partes relacionadas | Devem ser detalhadas nas publicações da empresa. | X | X |
| Remuneração | A companhia deve divulgar informações sobre a remuneração dos conselheiros e da diretoria, mesmo que seja somente o montante, por motivos de segurança pessoal dos membros. | X | - |
| Auditoria | Auditoria independente. | X | X |
| Formação de comitês | A formação de comitês especializados, como de auditoria, remuneração e finanças, por exemplo, deve ser estimulada, para acelerar e apoiar as decisões do Conselho de Administração | X | - |
| Informações financeiras | Adoção, além dos princípios básicos de contabilidade em vigor no Brasil, das normas internacionais como US GAAP (<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>) ou IASB (<i>International Accounting Standards Board</i>) | X | X |

Fonte: Elaboração da autora.

Apesar de o IBGC recomendar mais práticas de governança, existe um alinhamento considerável entre as duas publicações. Essas recomendações são pautadas em cartilhas e outros

¹ Quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação em mercados organizados (BOVESPA, 2006).

² Direito de alienação de ações conferido a acionistas minoritários em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia (BOVESPA, 2006)

códigos de sugestão de governança corporativa divulgados em todo mundo e adaptados ao mercado de capitais brasileiro e às exigências e restrições impostas pela lei (ANDRADE e ROSSETI, 2004).

Uma síntese das recomendações da OECD é colocada no Quadro 4. Segundo Andrade e Rossetti (2004), é clara a separação dos papéis dos diferentes agentes envolvidos no processo de gestão.

Quadro 4 – Recomendações sobre governança corporativa da OECD

| | |
|---|--|
| 1. Direitos dos acionistas | <p>A governança corporativa deve proteger os direitos dos acionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Registro seguro, alienação e transferência da participação acionária. • Obter informações relevantes. • Voz e voto em assembleias gerais ordinárias. • Eleger conselheiros. • Participar de decisões relevantes: alterações de contrato social, emissões e cisões. • Informações sobre direitos de voto |
| 2. Tratamento equânime dos acionistas | <p>A estrutura de governança deve assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, majoritários/minoritários, nacionais e estrangeiros:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dentro de uma mesma categoria, os mesmos direitos de voto. • Igualdade quanto a processos e a procedimentos para participação em assembleias gerais. • Proibição de práticas baseadas em informações privilegiadas. • Acesso igualitário a fatos relevantes divulgados por conselheiros e diretores. |
| 3. Papel das partes interessadas | <p>A estrutura de governança deve reconhecer direitos de outras partes interessadas na criação de riqueza e na sustentação de corporações economicamente sólidas:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Respeito aos direitos das partes interessadas. • Incentivar a cooperação na geração de riquezas e na sustentação de empresas economicamente sólidas. • Reparação, no caso de violação de direitos. • Adoção de mecanismos para maior participação e melhor desempenho. • Acesso a informações pertinentes ao seu interesse. |
| 4. Divulgação e transparência | <p>A governança corporativa deverá assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Estrutura e política de governança. • Objetivos e estratégia da empresa. • Fatores previsíveis de risco e vulnerabilidade. • Informações preparadas e auditadas segundo os mais altos critérios contábeis. |
| 5. Responsabilidades do Conselho de Administração | <p>A governança deverá definir as responsabilidades dos conselhos, envolvendo orientação, fiscalização e prestação de contas das corporações:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Orientar e homologar a estratégia corporativa. • Estabelecer objetivos de desempenho. • Fiscalizar e administrar conflitos potenciais de interesse. • Garantir a integridade dos sistemas contábil e financeiro. • Ter posicionamento independente sobre assuntos de interesse corporativo. |

Fonte: Andrade e Rossetti (2004), p. 76.

Após a leitura do Quadro 4, é possível verificar que as recomendações da OECD, diferentemente daquelas da CVM e do IBGC, são mais gerais e menos detalhados. Isso acontece porque esses princípios têm caráter internacional e servem de base para a construção para as demais cartilhas e sugestões de boas práticas de governança, adaptadas a cada país.

2.5. Governança corporativa e valor de mercado da empresa

Vários estudos tentaram relacionar governança corporativa com valor da empresa, em vários países do mundo. Durnev e Kim (2002) encontraram uma relação positiva entre um fator e outro, sendo o valor de mercado representado, pelo Q de Tobin.³ O autor utilizou uma amostra de 859 empresas em 27 países. La Porta *et al.* (1998, 2000, 2002) analisaram a relação entre proteção ao investidor e valor de mercado das empresas, encontrando resultados que indicavam que uma maior proteção ao investidor pode ser associada a um maior valor de mercado das companhias e a mercados financeiros mais desenvolvidos. Os autores ressaltam que, uma vez que os interesses dos investidores são protegidos pela lei do país, investidores se dispõem a pagar mais em troca da estabilidade e segurança.

O relacionamento entre governança corporativa e valor de mercado das empresas é também reconhecido pela OECD (2004), que afirma:

A presença de um sistema eficaz de governo das sociedades, tanto em cada empresa quanto na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Daí resultam custos inferiores de captação de capitais, que incentivam as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz, viabilizando assim um crescimento sustentável (p. 11).

Gompers, Ishii e Metrick (2003) construíram um índice de governança após avaliarem mais de 1.500 empresas americanas. Concluíram que aquelas com nível de GC mais alto têm maior valor de mercado, lucros mais altos, maior crescimento das vendas e menor custo de capital. Black, Jang e Kim (2005), após analisarem uma amostra de 526 empresas da Coreia, encontraram uma relação positiva

³ Coeficiente de Tobin: *proxie* utilizada para medir o valor de mercado da empresa (LEAL e CARVALHAL DA SILVA, 2005)

entre a estrutura de governança da empresa e seu valor de mercado, representado também pelo Q de Tobin. Os autores construíram um índice composto por seis subíndices, cada um representando uma dimensão da GC.

Agrawal e Knoeber (1996), utilizando o método de regressão de mínimos quadrados ordinários (OLS), encontraram uma relação estatisticamente significativa entre a concentração de capital em posse de *insiders* (acionistas internos), o número de conselheiros externos, o nível de dívida corporativa, a probabilidade de *takeovers* e a performance da empresa. Segundo os autores, a concentração de capital em posse de *insiders* relaciona-se positivamente com a performance da empresa, enquanto as demais variáveis se relacionam negativamente. Ao utilizarem um sistema de equações simultâneas, os coeficientes deixaram de ter significância estatística, com exceção do efeito de conselheiros externos, que permaneceu significativo e relacionado negativamente com a performance da empresa.

No Brasil, Carvalho da Silva (2004), analisando a estrutura de controle e de preferência na distribuição de dividendos (direitos de fluxos de caixa) de uma amostra de mais de 250 empresas brasileiras, verificou uma relação positiva, muitas vezes significativa, entre a governança corporativa e o valor de mercado da empresa. Ainda, Perobelli, Silveira e Barros (2005) verificaram uma relação positiva entre o valor de mercado e a estrutura de governança, após analisarem 150 empresas.

2.6. Índice de governança de Leal e Carvalho da Silva (2005)

O índice de governança corporativa (IGC) de Leal e Carvalho da Silva (2005) foi desenvolvido com o objetivo de medir o nível geral da qualidade de GC do maior número possível de empresas brasileiras. É calculado para cada uma das empresas em estudo, sendo possível identificar o nível de qualidade da estrutura adotada pelas empresas. Uma comparação da evolução da qualidade da estrutura de GC é também necessária e pertinente. Pode ser feita mediante o estudo do IGC ao longo de vários

anos, como fizeram Leal e Carvalhal da Silva (2005). Ao desenvolverem o IGC, os autores levaram em consideração fatores como as exigências e restrições legais impostas pela legislação brasileira em vigor, o sistema de governança latino-americano, que ocorre no Brasil, e as recomendações de institutos e órgãos regulatórios brasileiros. Segundo Andrade e Rossetti (2004) e Maher e Andersson (2000), esses fatores, que diferem de país para país, levam à necessidade de criação de um índice customizado e adaptado à cultura das nações e das corporações.

O desenvolvimento de índices de governança corporativa segue uma tendência mundial, como pode ser verificado nos trabalhos de Barontini e Siciliano (2003), Bauer, Guenster e Otten (2004), Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Brown and Caylor (2004). Esses autores defendem que a construção de um índice é capaz de refletir de maneira ampla a estrutura de governança corporativa adotada pela empresa, que, muitas vezes, supera a estabelecida pela lei e em níveis especiais de listagem nas bolsas de valores.

2.7. Dimensões da governança corporativa

São quatro as dimensões que compõe o índice de governança corporativa (IGC), de Leal e Carvalhal da Silva (2005), contemplando as dimensões que representam todos os aspectos da estrutura de GC, incluindo: (a) transparência; (b) respeito ao direito dos acionistas; (c) composição e funcionamento do Conselho de Administração; (d) postura ética adotada pela empresa.

2.7.1. Transparência

Para o IBGC (2004), mais do que a obrigação de informar, a empresa deve incentivar a vontade de informar. A comunicação clara, objetiva e rápida gera um ambiente de confiança, que permite melhor relacionamento da empresa com terceiros e, principalmente, com os acionistas. A comunicação e a transparência devem nortear todo o negócio, levando à criação de valor. O compromisso com a

divulgação de informações e com a transparência é dever não somente do CEO, mas também de todos os executivos da Diretoria. O IBGC (2003) recomenda a divulgação de informações envolvendo transações entre as partes relacionadas, remuneração e participação dos conselheiros e diretores, e as sanções no caso de as normas de governança serem desrespeitadas, além das informações econômico-financeiras.

Segundo Patel, Balic e Bwakira (2002), a transparência e a divulgação de informações são partes integrantes e fundamentais da estrutura de governança corporativa da empresa. Segundo os autores, a transparência reduz a assimetria de informação entre os agentes e os detentores de ações, minimizando o problema de agência. Durnev e Kim (2002) verificaram que empresas mais transparentes apresentam maior valor de mercado que as demais. Para Leal e Carvalhal da Silva (2005), maior transparência leva a um maior valor da empresa, maximizando a riqueza do acionista.

Estudos também buscam entender o papel das grandes empresas de auditoria na minimização dos custos de agência. Para Leal e Carvalhal da Silva (2005), a opção por uma empresa de auditoria de reputação global aumenta a transparência das informações. Outra questão relacionada com a dimensão transparência é a remuneração do CEO e da diretoria executiva. Hermalin e Weisbach (2003) colocam que uma empresa pouco transparente tende a pagar valores mais altos ao CEO, diminuindo o valor para o acionista.

2.7.2. Composição e funcionamento do Conselho de Administração

Para o IBGC (2004), o objetivo do Conselho de Administração é proteger e valorizar o patrimônio, bem como maximizar o retorno sobre o investimento. O Conselho de Administração é responsável por monitorar as ações da diretoria executiva da empresa e por defender os interesses dos acionistas. É um importante mecanismo de controle, uma vez que monitora o comportamento dos

agentes, buscando a maximização da riqueza do acionista (BEINER *et al.*, 2004). O tamanho do Conselho de Administração é uma questão controversa. Fama e Jensen (1983) afirmam que deve ter em torno de oito ou nove membros. Já o IBGC (2004) recomenda entre cinco e nove membros.

Outro ponto importante é a independência do Conselho. Estudos de Hermalin e Wiesbach (2003) mostram que os resultados financeiros alcançados pela empresa são melhores quando o Conselho é independente. Ou seja, quando membros da diretoria executiva não pertencem ao Conselho de Administração e, principalmente, quando o CEO não é o próprio presidente do Conselho de Administração. Os resultados de Agrawal e Knoeber (1996) mostram que a independência do Conselho de Administração está diretamente relacionada com o valor da empresa. Morck, Shleifer e Vishny (1988) ressaltam que o membro que pertença ao Conselho e à diretoria executiva terá maior influência sobre as decisões, podendo aumentar conflitos de agência.

O IBGC (2004) também recomenda a adoção de um Conselho Fiscal permanente, cujo o objetivo é de fiscalizar os atos da Administração, agindo como um mecanismo de controle independente.

2.7.3. Ética e conflitos de interesse

O IBGC (2004) ressalta que, além do respeito às leis vigentes no país, toda empresa deve ter um código de ética que envolva o comprometimento de administradores e funcionários, com princípios e políticas aprovados pelo Conselho de Administração. Esse código deve abranger e regular os relacionamentos entre administradores, funcionários e demais partes relacionadas, a fim de assegurar o tratamento ético, e segundo a legislação vigente no país. Para Eisenberg (1998), a obediência aos princípios legais e éticos é consistente com a maximização do valor da empresa, no longo prazo, e, portanto, assegura os direitos dos acionistas.

A rápida resolução dos conflitos entre os acionistas e a empresa é uma sugestão do IBGC. Dessa forma, recomenda a resolução de conflitos por meio da Câmara de Arbitragem, que é mais rápida do que os caminhos tradicionais da Justiça. A separação dos direitos de voto e de fluxo de caixa (preferência na distribuição de dividendos) também pode ser fonte de conflitos, desta vez entre acionistas minoritários e detentores de ações preferenciais e acionistas controladores (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1988). Mais detalhadamente, os interesses dos acionistas ordinários controladores são diferentes dos interesses dos acionistas que possuem ações preferenciais – que têm direitos sobre os fluxos de caixa da empresa. Dessa forma, os controladores, donos do direito de voto, são capazes de expropriar o direito sobre fluxo de caixa dos detentores de ações preferenciais. La Porta *et al.* (1999) ressaltam que o poder dos controladores de expropriar os direitos dos minoritários é limitado pelo incentivo financeiro de não o fazer. Portanto, quanto maior o direito do controlador sobre os fluxos de caixa, mais chances ele tem de respeitar os direitos dos minoritários e dos detentores de ações sem direito a voto.

Claessens *et al.* (2000) argumentam que existe uma relação positiva entre a maior propriedade de fluxos de caixa pelos controladores e o valor de mercado das empresas, diminuindo, portanto, os custos de agência. Carvalho da Silva (2004) coloca que existe uma relação negativa entre o coeficiente da concentração dos direitos de voto pelos direitos de fluxo de caixa e o valor da empresa.

2.7.4. Direitos dos acionistas

Os resultados de trabalhos sobre propriedade e concentração de controle são controversos. Conforme Berle e Means (1932), quando os agentes possuem pequenas parcelas de capital e a propriedade da organização é dispersa entre acionistas minoritários, conflitos de agência tenderão a ser mais frequentes, utilizando-se os ativos da empresa para beneficiar os gestores, e não os acionistas. A

maior freqüência dos conflitos de agência pode diminuir o valor da empresa, uma vez que representa custos de agência, como justificam Jensen e Meckling (1976). Para Berle e Means (1932), a concentração de capital teria uma relação positiva com o valor da empresa, uma vez que age como um mecanismo de controle eficiente. Concordando com os autores, Stiglitz (1985) defende que uma das formas mais importantes de diminuição e eliminação do conflito de agência é por meio da concentração de capital.

De maneira contrastante, os resultados de Agrawal e Knoeber (1996), embora robustos, não encontraram relação entre a existência de um bloco de controle com a performance da empresa. Já Beiner *et al.* (2004) encontraram uma relação negativa estatisticamente significativa entre grupos de controle e performance da empresa em uma amostra de empresas suíças. Na mesma direção, Carvalhal da Silva (2004) confirma a hipótese de que quanto maior a concentração dos direitos de voto em posse do controlador, menor o valor da empresa. Isso acontece porque, segundo La Porta *et al.* (1999), os controladores têm o poder de expropriar a riqueza dos acionistas minoritários.

Segundo o IBGC (2004), em um país como o Brasil, em que a existência de ações preferenciais sem direito a voto é um fato comum, há a necessidade de mecanismos que protejam os direitos dos acionistas preferenciais. O instituto recomenda a regra de “uma ação, um voto”, propondo que o direito ao voto deve ser assegurado a todos os acionistas, mesmo aqueles que possuem ações preferenciais. Para o Instituto, “a vinculação proporcional entre o poder de voto e a participação no capital é fundamental para favorecer o alinhamento de interesses entre todos os sócios. Com efeito, o voto é o melhor e mais eficiente instrumento de fiscalização” (p. 11). Entretanto, os resultados de Leal e Carvalhal da Silva (2005) mostram que noventa por cento das empresas brasileiras pesquisadas não concedem direitos adicionais de voto. Ainda, trinta por cento das empresas oferecem liquidez

insuficiente aos seus acionistas, uma vez que apresentam a parcela de *free-float* menor que 25 % das ações emitidas.

2.8. Níveis diferenciados de governança corporativa

A Bolsa de Valores de São Paulo, em 2000, criou os “níveis diferenciados de governança corporativa”, que são segmentos especiais de listagem cujo objetivo era desenvolver um ambiente de negociação que atraísse o interesse dos investidores e, conseqüentemente, proporcionasse valorização das companhias. São três os níveis especiais de listagem: (a) *nível 1 de governança corporativa*; (b) *nível 2 de governança corporativa*; e (c) *novo mercado*. A empresa que opta pela listagem nos níveis diferenciados deve adotar as boas práticas de governança corporativa específicas para cada nível, além daquelas exigidas pela legislação brasileira. Segundo a Bovespa, empresas listadas nesses níveis tendem a ter maior valorização, já que a adoção de práticas de governança tende a conferir maior credibilidade ao mercado financeiro, aumentando a confiança e a disposição dos investidores a comercializarem papéis. O aumento da *transparência*, dimensão contemplada pelas boas práticas de GC, tende a diminuir o custo de capital, o que provoca uma elevação no valor de mercado das empresas.

Os níveis diferenciados seguem uma hierarquia de exigências, sendo o *nível 1* o de menor exigência e o *novo mercado* aquele que mais impõe adequações das empresas, o qual, por possuir o maior número de requisitos, conta com as imposições dos níveis anteriores e mais as exigências específicas de seu segmento. As exigências impostas pelos níveis diferenciados estão relacionadas a critérios como: ampliação dos direitos societários dos acionistas minoritários, aumento da transparência das companhias por meio da divulgação de informações de melhor qualidade e em maior volume.

A opção da empresa pela listagem em um dos segmentos especiais de GC é formalizada mediante contrato assinado com a Bovespa, constando as assinaturas do representante legal da companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e acionistas controladores. Neste contrato, as partes concordam em observar o Regulamento no nível escolhido, adequando-se às exigências no prazo estabelecido. O Quadro 5 consolida as exigências a serem atendidas no caso da listagem no *nível 1* e no *nível 2* de GC, na Bovespa. As exigências para o *novo mercado* serão apresentadas no próximo tópico.

Quadro 5 – Exigências para adesão ao *nível 1* e ao *nível 2* de governança corporativa

| Exigências | Nível 1 | Nível 2 |
|---|----------------|----------------|
| Divulgação de demonstrações financeiras em padrões internacionais IFRS ou US GAAP. | - | X |
| Conselho de Administração com mínimo de 5 membros e mandato unificado de até 2 anos. No mínimo, 20% de conselheiros independentes. | - | X |
| Direito de voto às ações preferenciais em matérias especiais. | - | X |
| Direito de <i>tag-along</i> (mínimo 80%) | - | X |
| Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico | - | X |
| Adesão à Câmara de Arbitragem | - | X |
| Melhoria nas informações prestadas (Informações Trimestrais (ITRs), demonstrações financeiras consolidadas, Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), Informações Anuais (IAN) e a demonstração anual e trimestral dos fluxos de caixa. | X | X |
| Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano. | X | X |
| Apresentação de um calendário anual de eventos corporativos. | X | X |
| Divulgação dos termos dos contratos entre a companhia e partes relacionadas. | X | X |
| Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores. | X | X |
| <i>Free-float</i> mínimo de 25%. | X | X |
| Adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital. | X | X |

Fonte: Elaboração da autora

Uma das exigências feitas às empresas que optaram voluntariamente pela listagem no *nível 2 de governança corporativa* é adesão à Câmara de Arbitragem. Instituída pela Bovespa com base nos dispositivos da lei n. 9307/96, a Câmara de Arbitragem é um foro que tem por finalidade atuar na resolução de conflitos entre as empresas listadas nos níveis diferenciados e investidores que possam se sentir lesados. A Bovespa afirma que a Câmara de Arbitragem é mais ágil e econômica, além de contar com menor formalismo e com pessoas capacitadas nas matérias a serem julgadas. Esse fato traz maior confiança aos investidores.

2.8.1. Novo Mercado

O *novo mercado*, nível de maior exigência em termos de adesão às boas práticas de governança corporativa, destaca-se dos demais, principalmente, por um de seus requisitos. As companhias listadas no *novo mercado* só podem emitir ações ordinárias. Tal exigência eleva consideravelmente o nível de governança corporativa, uma vez que elimina o problema advindos das variações entre os direitos de fluxo de caixa e o controle da corporação, conforme defendem Morck, Shleifer e Vishny (1988). Essa exigência ainda acarreta uma consequência ainda maior, que é a dificuldade de uma empresa já listada em se adaptar, o que não é tão complicado quanto se trata dos demais níveis. Nesse caso, a empresa listada, ao optar pela migração para o *novo mercado*, deve recolher suas ações preferenciais, mantendo disponíveis somente as ações ordinárias.

Estudos indicam que a opção pela listagem nos níveis diferenciados de governança corporativa leva ao aumento do valor de mercado da empresa. Soares (2003) verificou que as empresas que aderiram ao *novo mercado* tiveram uma valorização superior à das demais empresas listadas. Ainda, o autor constatou que as empresas que migraram do nível tradicional para um dos níveis diferenciados de listagem (*nível 1* ou *nível 2*) tiveram uma variação positiva em seu valor de mercado, sendo possível

atribuir essa valorização à migração. Perobelli *et al.* (2005) utilizaram variáveis binárias para representar a listagem em níveis diferenciados e para representar o nível de governança corporativa da empresa. Os resultados encontrados, positivos e significativos, indicam que a opção pela listagem tanto no *novo mercado* quanto no *nível 2 de governança* proporcionam aumento no valor de mercado da empresa. Os resultados para o *nível 1* não foram significativos. Os resultados de Carvalho (2003) também indicam que o comprometimento com as exigências de boas práticas de governança corporativa, por meio da listagem nos níveis diferenciados da Bovespa, leva a um aumento no preço das ações e no volume negociado, contribui positivamente para a liquidez e, ainda, reduz a sensibilidade aos fatores macroeconômicos. Mais recentemente, Bridger (2006) encontrou resultados que afirmam que a relação entre a opção pela listagem no *novo mercado* e o valor de mercado das empresas é positivo, o que não é encontrado para os demais níveis diferenciados.

O estudo de Silveira, Barros e Famá (2005) relaciona estrutura de governança corporativa e valor das empresas, utilizando como *proxie* para a GC um índice desenvolvido pelos autores. Primeiramente, os resultados encontrados em uma regressão pelo método de OLS foram positivos e significativos para o índice. Entretanto, após a inclusão de uma variável binária que representava a listagem nos níveis diferenciados entre eles, a significância do índice foi perdida. Esse fato pode indicar que a variável representativa dos níveis diferenciados pode ser uma *proxie* adequada para representar a estrutura de GC da empresa.

De maneira contrastante, Aguiar, Corrar e Batistella (2004) não encontraram evidências de que as empresas que migraram para o *nível 1 de governança corporativa* tiveram maior valorização no preço da ação e nem aumento na quantidade negociada. Os autores sugerem a realização de novos estudos para verificar esse comportamento nos demais níveis diferenciados de listagem, como o *nível 2* e o *novo mercado*.

2.9. Reaplicação de estudos

A replicação de trabalhos publicados, apesar de rara, é essencial para a integridade, acumulação e desenvolvimento de conhecimento em determinada disciplina. As publicações de reaplicações ajudam a proteger a literatura da aceitação passiva e da disseminação de resultados errôneos e questionáveis (HUBBARD E VETTER, 1991). Para os autores, até que possa ser corroborado por outros pesquisadores, de preferência independentes, um determinado estudo deve ser considerado experimental. Falhas ao reproduzir resultados do estudo original indicam a necessidade de uma investigação mais detalhada sobre o tópico. Para Kane (1984), as reaplicações são as bases para a construção do método científico, já que um fato científico deve poder ser observado por diferentes pesquisadores. Dewald, Thursby e Anderson (1986) enfatizam que a reaplicação de modelos e estudos é parte essencial da metodologia científica e do conhecimento. Estudos que não podem ser reproduzidos ou replicados não têm utilidade ou validade alguma (MITTELSTAEDT E ZORN, 1984).

Reid, Soley e Wimmer (1981) dividem os trabalhos de reaplicação em dois tipos: (a) as reaplicações propriamente ditas; e (b) as reaplicações com extensão. As reaplicações propriamente ditas são a duplicação de um estudo cuja preocupação principal é contribuir para sua validade interna. Já as reaplicações com extensão preocupam-se com a validade externa, ou seja, a generabilidade do estudo. A intenção, neste caso, não é alterar as relações estudadas no estudo original, mas sim manipular as variáveis controláveis, sejam a dependente, as independentes ou aquelas em amostras diferentes. Kane (1984), analogamente, chama esses tipos de “reaplicação de auditoria econométrica” e “reaplicação improvisada”. O autor justifica a utilização do termo em função do aspecto criativo encontrado em tais reaplicações, em que o autor procura, a partir de um estudo original, levantar novas questões a serem debatidas. Já Mittelstaedt e Zorn (1984) classificam as replicações em quatro tipos, sendo:

- Tipo 1 - aplica os mesmos métodos no mesmo conjunto de dados.
- Tipo 2 - aplica métodos diferentes no mesmo conjunto de dados.
- Tipo 3 - aplica os mesmos métodos em um conjunto de dados diferente.
- Tipo 4 - aplica métodos diferentes em um conjunto de dados diferente.

Os resultados encontrados em reaplicações de todos os tipos foram o tema dos estudos de Hubbard e Vetter (1991). Segundo os autores, que analisaram estudos de reaplicação publicados em importantes periódicos, 20% dos estudos confirmaram os resultados originais. Em contrapartida, 60% obtiveram resultados conflitantes e os 20% restantes contribuíram com confirmação parcial dos resultados originais. Os autores ressaltam que a grande ocorrência de resultados que conflitam com os obtidos no estudo original indica que é válida a preocupação quanto aos resultados publicados na literatura. Portanto, para os autores, as reaplicações são fundamentais e devem fazer parte das opções de pesquisa dos acadêmicos. Os resultados de Hubbard e Vetter (1991) estão de acordo com aqueles encontrados por Reid, Soley e Wimmer (1981), cujas conclusões conflitavam com as dos trabalhos originais, em torno de 40% e com as que proporcionavam suporte parcial, em torno de 20%. Hubbard e Vetter (1991) levantam razões para o grande percentual de resultados conflitantes encontrados em reaplicações, que podem envolver viés do pesquisador, erros ao coletar, analisar e tratar dados e, até mesmo, variações nas premissas adotadas.

Apesar da relevância das reaplicações exposta por Hubbard e Vetter (1991), Kane (1984) e Mittelstaedt e Zorn (1984), as mesmas são consideradas pelos próprios pesquisadores e avaliadores das principais publicações, trabalhos sem muita relevância. Isso faz com que a literatura, principalmente na área de Administração de Empresas seja formada por um grande número de trabalhos caracterizados como *single-study results*, ou resultados de estudo único (REID, SOLEY E WIMMER, 1981). Esse

fato pode ser atribuído à preferência dos pesquisadores em desenvolver pesquisas consideradas inéditas e inovadoras, as quais apresentam maior probabilidade de publicação em periódicos importantes, conforme resultados encontrados em Hubbard e Armstrong (1994) e em Hubbard e Vetter (1991). Esse último estudo enfatiza que, caso os periódicos reservassem espaço para as reaplicações, o objetivo da ciência, aqui definido como a generalização, seria alcançado mais facilmente. Fuess (1996), após analisar uma publicação específica, identifica o aumento das reaplicações publicadas como uma tendência, ressaltando a sua importância para a comunidade científica e para a construção das bases do conhecimento.

3. METODOLOGIA DE PESQUISA

A pesquisa é, fundamentalmente, quantitativa, tanto na parte de aplicação de índice de Leal e Carvalho da Silva (2005) quanto na determinação do impacto do mesmo no valor de mercado da empresa. O estudo, de natureza descritiva, procurou validar as hipóteses de pesquisa e as relações entre os resultados encontrados.

A unidade de análise é composta das empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Já as unidades de observação constituem documentos e informações publicamente disponíveis.

3.1. Práticas metodológicas do índice de governança corporativa

Para a apuração do índice de governança corporativa, foi respondido um questionário com perguntas referentes à determinação da estrutura de GC da empresa, cobrindo as quatro dimensões já mencionadas, construído por Leal e Carvalho da Silva (2005). As respostas foram obtidas utilizando-se

informações disponíveis publicamente, sendo considerado um ponto para cada resposta “sim” e nenhum para cada resposta “não”, a partir de pesquisa documental e bibliográfica. A soma dos pontos obtidos nas respostas ao questionário é a pontuação alcançada pela empresa no índice de governança corporativa. A pontuação máxima é determinada pelo número de perguntas no questionário - neste caso, 24. A opção pela aplicação de um questionário a ser respondido com informações publicamente disponíveis deveu-se às críticas de Bauer, Guenster e Otten (2004) e Leal e Carvalhal da Silva (2005) à utilização de questionários a serem respondidos por decisores da empresa. Os autores colocam que, além da subjetividade (viés da visão do executivo) envolvida neste processo, o tamanho da amostra pode ser consideravelmente reduzido, o que poderia prejudicar os resultados do trabalho.

3.2. População e amostra

A população analisada é composta por todas as empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), nos anos de 2003, 2004 e 2005, uma vez que a pesquisa referente aos anos de 1998 a 2002 foi realizada por Leal e Carvalhal da Silva (2005). Ao selecionar a amostra a ser estudada, as empresas do setor financeiro, conforme denominação da Bovespa, foram excluídas, já que apresentam características específicas e devem ser tratadas separadamente (BEINER *et al.*, 2004). Também foram excluídas do estudo as empresas com valor contábil de ativos e de patrimônio líquido negativos, conforme metodologia utilizada por Leal e Carvalhal da Silva (2005). A fim de identificar as empresas que apresentavam liquidez significativa, utilizou-se como referência o índice de liquidez anual, calculado pelo Economática®. Foram selecionadas as empresas com índice maior ou igual a 0,001% nos anos em estudo, conforme fizeram Perobelli *et al.* (2005) e Silveira, Barros e Famá (2004). Segundo os autores, empresas com baixa liquidez têm menor probabilidade de terem suas cotações

adequadas ao mercado. Como uma das variáveis independentes utilizada neste estudo é *volatilidade das ações*, a baixa liquidez poderia distorcer os dados.

As empresas que não apresentavam informações via relatório IAN ou cujas informações encontravam-se incompletas também foram excluídas da amostra. As empresas que, apesar de não estarem listadas na Bovespa em um dos anos da análise, mas que apresentavam informações completas, foram consideradas, bem como aquelas que entraram em negociação.

Diante do exposto acima, a amostra ficou constituída de 64 empresas no ano de 2003, 69 no ano de 2004 e 72 no ano de 2005. A amostra pode ser considerada representativa, já que a sua totalidade representa 84 % da capitalização de mercado no ano de 2003, 78 % em 2004 e 84% no ano de 2005.

3.3. Origem dos dados

A fim de se obter as variáveis de controle utilizadas neste estudo e os dados para o valor de mercado da empresa, utilizou-se a base de dados Economatica®. Os dados são anuais, acumulados e referentes ao último dia útil dos anos analisados.

Para a obtenção da pontuação do IGC, foram utilizados dados secundários, disponíveis publicamente. Foram consultados documentos da empresa, como relatórios anuais, demonstrativos financeiros, relatórios como o IAN e as DFP, além de informações disponíveis no web-site da própria empresa, da Bolsa de Valores de São Paulo, da Comissão de Valores Mobiliários e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

3.4. Período de análise

Na tentativa de dar continuidade ao trabalho de Leal e Carvalhal da Silva (2005), que desenvolveram pesquisa semelhante para os anos de 1998 a 2002, foram analisadas as informações disponíveis para os anos de 2003, 2004 e 2005.

3.5. Definição das variáveis

3.5.1. Variável dependente - *Q de Tobin*

Estudos que buscam verificar o impacto da estrutura de governança corporativa no valor de mercado da empresa utilizam o coeficiente de Tobin (*Q de Tobin*) como *proxie* de valor de mercado da empresa (LEAL e CARVALHAL DA SILVA, 2005; BEINER *et al.*, 2004; BAUER, GUENSTER e OTTEN, 2004; PEROBELLI, BARROS e SILVEIRA, 2005).

O coeficiente de Tobin é representado pelo valor de mercado dos ativos dividido pelo custo de recolocação dos ativos. Uma dificuldade neste caso está em obter o valor de mercado do capital de terceiros ou das dívidas, uma vez que o valor de mercado do patrimônio líquido pode ser obtido nas demonstrações financeiras das empresas. DaDalt, Donaldson e Gamer (2003) analisaram duas abordagens de cálculo do *Q de Tobin*: a abordagem simples e a abordagem computacional. Segundo os autores, a abordagem simples deve ser a preferida, uma vez que suas estimativas são próximas daquelas obtidas pela abordagem computacional, os valores podem ser obtidos de forma mais fácil e é mais barata e rápida. Ainda, os autores colocam que a abordagem computacional, apesar de levar a estimativas aproximadas do valor de mercado da empresa, pode conduzir a estimativas enviesadas, devido à indisponibilidade de dados. Dessa forma, para os autores, a abordagem simples é preferida às mais complicadas, especialmente quando existe restrição de disponibilidade de dados, de contenção de

recursos financeiros e de tempo. Em função do exposto acima, além das restrições de tempo e de financiamento para o desenvolvimento desta pesquisa, optou-se por adotar a abordagem simples para o cálculo do *Q de Tobin*.

Leal e Carvalhal da Silva (2005) e Beiner *et al.* (2004) utilizaram um estimador simplificado do coeficiente de Tobin, a fim de obter uma medida relevante para o valor de mercado da empresa. Nestes casos, o numerador do *Q de Tobin* foi calculado como o valor contábil dos ativos (BVA) menos o valor contábil do patrimônio líquido (BVCE), mais o valor de mercado do patrimônio líquido (MVCE). Já o denominador foi obtido com o valor contábil dos ativos (BVA).

$$Q = \frac{BVA - BVCE + MVCE}{BVA}$$

3.5.2. Variáveis independentes

3.5.2.1. Variáveis de governança

As variáveis de governança foram usadas como variáveis independentes, a fim de verificar a sua relação e seu impacto no valor de mercado da empresa - nesse caso, representado pelo *Q de Tobin*. Uma das variáveis de governança utilizadas foi o IGC de Leal e Carvalhal da Silva (2005), cujas perguntas estão disponíveis no Anexo 1 deste trabalho. Foi utilizada também uma versão resumida deste índice, o *índice de governança corporativa reduzido* (IGCR), uma vez que os autores identificaram uma possível sobreposição de fatores advindos de duas perguntas que compõe o IGC, a número 4 e a número 5, excluídas no cálculo da versão reduzida do índice. Também foram utilizadas como variáveis de governança as dimensões do IGC, a fim de constatar o impacto que cada uma delas produza, separadamente, no valor de mercado. São quatro as dimensões do IGC: (a) *D1*, que representa a dimensão *transparência*; (b) *D2*, que representa a *composição e funcionamento do Conselho de*

Administração; (c) *D3*, que representa a *ética e os conflitos de interesse*; e (d) *D4*, que representa os *direitos dos acionistas*.

3.5.2.2. Variáveis de controle

O valor de mercado da empresa é determinado por uma série de fatores, dentre eles a qualidade da governança corporativa da empresa, conforme Leal e Carvalho da Silva (2005). Dessa forma, para que se obtenham os efeitos da adoção de uma estrutura de boas práticas de governança corporativa no valor de mercado da empresa, variáveis independentes, chamadas de variáveis de controle, devem ser levadas em consideração. Foram utilizadas como variáveis de controle: *nível de endividamento da empresa, oportunidades de crescimento, tamanho da empresa, volatilidade associada à empresa e ROA (Return on Assets)*.

Da mesma forma, Beiner *et al.* (2003) utilizaram: *tamanho da empresa, nível de endividamento, crescimento da empresa e ROA*, além de outras variáveis, como *proporção de ativos intangíveis e outra, representativa do setor no qual a empresa está inserida*. Gompers, Ishii e Metrick (2003) utilizaram: *tamanho da empresa, tempo de existência da empresa e outra, representando a indústria*. Carvalho da Silva (2004) utilizou: *tamanho da empresa, nível de alavancagem e ROA* como medida de rentabilidade da empresa. Tendo como base o trabalho de Leal e Carvalho da Silva (2005), empregar-se-á neste trabalho, além das variáveis de governança, cinco variáveis de controle.

Uma das variáveis de controle utilizadas neste trabalho é *tamanho da empresa*, adotada por Leal e Carvalho da Silva (2005), Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Beiner *et al.* (2003). A fim de evitar qualquer distorção nos dados, em função da diferença entre o tamanho das empresas da amostra, optou-se por adotar o logaritmo natural dos ativos totais ao invés de seu valor em moeda corrente. O valor dos ativos totais foi extraído da base de dados Economatica®. Os valores são anuais e referem-se

ao último dia do ano fiscal. Drobetz e Fix (2003) afirmam que essa relação é ambígua, podendo ser positiva ou negativa. Conforme verificado nos estudos de Beiner *et al.* (2003), é esperada uma relação negativa entre *coeficiente de Tobin e tamanho da empresa*. Isso ocorre devido ao entendimento dos autores de que as grandes empresas já estão em um estágio de maturidade avançado e de suas oportunidades de aumento do valor de mercado serem, portanto, menores. Em oposição, os autores Leal e Carvalhal da Silva (2005) encontraram uma relação positiva, porém não significativa entre *tamanho da empresa e valor de mercado*. Já com relação à *qualidade da governança corporativa*, os resultados da relação com *tamanho da empresa* são ambíguos, conforme Beiner *et al.* (2003). Para os autores, empresas maiores enfrentam mais conflitos de agência e, em razão do tamanho, torna-se mais difícil monitorá-los. Logo, essas empresas adotam práticas de governança mais rígidas, a fim de mitigar os conflitos de interesse. De outro lado, as empresas menores que se deparam com oportunidades de crescimento necessitam de capital para crescer, o que pode levá-las a aumentar a qualidade da governança a fim de reduzir o custo de capital tomado. Estudos como os de Klapper e Love (2003) e Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) encontraram uma relação positiva entre *tamanho da empresa* e sua *qualidade de governança*. No Brasil, Leal e Carvalhal da Silva (2005) e Silveira, Barros e Famá (2004) encontraram uma relação positiva.

A segunda variável de controle é *nível de endividamento da empresa*. Neste estudo, o endividamento (LEV) foi calculado dividindo-se o endividamento total (total de passivos excluindo o patrimônio líquido) pelos ativos totais da empresa. Conforme os resultados de Leal e Carvalhal da Silva (2005), o endividamento está relacionado positivamente com *valor de mercado da empresa*. Resultados conflitantes aparecem nos estudos de Beiner *et al.* (2004), nos quais a relação negativa é encontrada. Essa divergência pode ser explicada pela proposição II da teoria de Modigliani e Miller (1958), em que se declara que o risco para os acionistas cresce com o endividamento. Entretanto, os níveis de

endividamento representados pelas estatísticas descritivas em ambos os trabalhos acima citados são bastante semelhantes. Em Black, Jang e Kim (2005), foi encontrada uma relação positiva e significativa entre *nível de endividamento da empresa* e *valor de mercado*. Segundo Leal e Carvalhal da Silva (2005), a relação esperada entre *nível de endividamento* e *qualidade da governança* é positiva, resultado confirmado por Black, Jang e Kim (2005). Isso, devido ao fato de que empresas que apresentam maior transparência têm acesso a mais financiamento e ao capital mais barato. E, ainda, pelo fato de que o endividamento tende a diminuir os conflitos de agência, mediante maior necessidade de monitoramento. Em Black, Jang e Kim (2005), foi encontrada uma relação positiva e significativa entre *nível de endividamento da empresa* e *valor de mercado*.

Outra variável independente utilizada é *oportunidade de crescimento da empresa*, cujo cálculo permite obter a média de variação da receita de vendas das empresas nos últimos três anos, incluindo o ano de análise. Essa medida foi utilizada por Klapper e Love (2003), Berner *et al.* (2004) e Leal e Carvalhal da Silva (2005). Segundo Klapper e Love (2004), é esperado que as oportunidades de crescimento sejam relacionadas positivamente com a medida de governança corporativa, já que empresas com alto nível de crescimento têm necessidade de obter financiamentos. Logo, tendem a buscar maior quantidade de capital a menor custo. Em relação ao relacionamento entre *oportunidades de crescimento* e *valor de mercado*, neste trabalho representado pelo *Q de Tobin*, Beiner *et al.* (2004) afirmam que esta deve ser positiva, uma vez que a variação positiva das vendas tende a passar uma imagem atraente aos investidores. Os resultados encontrados por Black, Jang e Kim (2005) confirmam essa expectativa, apesar de serem não significativos. Já os resultados encontrados por Leal e Carvalhal da Silva (2004), entretanto, apesar de não significativos, mostram uma relação negativa entre esta variável e *valor de mercado da empresa*.

A quarta variável é *rentabilidade da empresa*, representada pelo índice de retorno sobre os ativos (ROA – *Return on assets*). Perobelli *et al.* (2005) também utilizam esta medida como representativa da rentabilidade da empresa. Os resultados dos estudos de Leal e Carvalhal da Silva (2005) e de Beiner *et al.* (2004) confirmaram a relação positiva entre *medida de rentabilidade* e *valor de mercado da empresa*, medido pelo ROA. Black, Jang e Kim (2005), apesar de adotarem outra medida de rentabilidade, também encontraram uma relação positiva e significativa.

Volatilidade é a quinta variável de controle do modelo. Foi obtida na base de dados Economatica®. Os índices foram calculados com base no último dia útil de cada ano analisado. Leal e Carvalhal da Silva (2005) enfatizam que empresas cujas ações são mais voláteis apresentam maior risco e, portanto, têm seu valor de mercado diminuído. Os resultados encontrados pelos autores confirmam essa suposição, apesar de não serem significativos. Perobelli *et al.* (2005) entendem que a volatilidade aumenta o custo de endividamento da empresa, em função do nível de risco, diminuindo, assim seu valor de mercado. Entretanto, os resultados encontrados pelos autores não apresentaram significância. Drobotz e Fix (2003) confirmaram que a variável *volatilidade* afeta negativamente *valor de mercado da empresa*, uma vez que aumenta o custo de capital, como consequência do aumento do risco percebido. Os autores explicam que *volatilidade* dificulta a previsão dos fluxos de caixa futuros, trazendo mais incerteza ao investidor.

3.5.2.3. Variáveis de propriedade

Além das variáveis de controle, foram adotadas *proxies* com o intuito de representar a distribuição de propriedade da empresa. Foram consideradas as participações diretas no capital votante e no capital total do maior acionista, dos três maiores e dos cinco maiores. Foi calculada também a razão entre essas participações. Leal e Carvalhal da Silva (2005) adotaram a participação indireta, uma

vez que essa medida representa a propriedade final da empresa. Neste trabalho, por restrições de tempo e devido aos resultados encontrados por Leal e Carvalhal (2005), que não mostram diferenças significativas entre a propriedade direta e indireta, optou-se por trabalhar com a propriedade direta. Três variáveis foram utilizadas no modelo em análise: *percentual de capital votante em posse do maior acionista* (V1), *percentual de capital total do maior acionista* (T1), levando em consideração todos os tipos de ação emitidos pela empresa, e *razão entre as duas variáveis* supracitadas (V1T1).

3.5.3. Variáveis associadas ao mercado financeiro

Com base nos trabalhos de Kappler e Love (2004), Coffee (1999), Stultz (1999) e Reese e Weisback (2002), optou-se por inserir a variável binária *ADR*, que assume o valor 1 (um) quando a empresa possui títulos na Bolsa de Valores de Nova York (*New York Stock Exchange*). Segundo os autores, uma vez que as empresas que possuem *ADR* (*American Depositary Receipts*) devem se submeter às regras da *Securities Exchange Commission*, órgão regulador do governo dos Estados Unidos que impõe regras rígidas de governança corporativa e bem como adequação aos seus critérios de listagem. A necessidade de adequação a tais regulamentações contribui para a melhoria do nível de governança corporativa, já que providências relacionadas ao aumento da transparência e do controle interno devem ser tomadas. Os resultados encontrados por Kappler e Love (2003) foram positivos e significativos mostrando a relação entre a emissão de *ADR* e o nível de governança corporativa adotado pela empresa. Reese e Weisback (2002) afirmam que encontraram evidências de que empresas estrangeiras que possuem *ADR* nos Estados Unidos são obrigadas a se submeter a regras mais severas de proteção aos direitos dos acionistas e, portanto, tendem a apresentar uma estrutura de governança superior àquelas que não possuem *ADR*. Já os resultados de Stultz (1999), após analisar empresas de 12 países emergentes, incluindo o Brasil, mostram que o valor de mercado das empresas aumenta, uma

vez anunciada a adesão a algum programa de ADR, em função da expectativa de queda no custo de capital, em função da maior exigência por transparência.

A fim de levar em consideração a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa na Bovespa, optou-se por incluir variáveis binárias representativas dos níveis diferenciados de listagem, sendo elas (a) N1 para o *nível 1 de governança corporativa*; (b) N2 para o *nível 2*; e (c) NM para o *novo mercado*. Conforme resultados encontrados por Leal e Carvalhal da Silva (2005), a listagem em níveis diferenciados, principalmente no *novo mercado*, nível cujas exigências são mais rígidas, tende a contribuir para o aumento do valor da firma. Esse resultado é compartilhado por Silveira, Barros e Fama (2003). A importância das variáveis que representam a opção pelos níveis de listagem, principalmente no *novo mercado*, foi verificada por Carvalho (2003), Soares (2003), Silveira, Barros e Famá (2005) e Bridger (2006).

Em seguida, o Quadro 6 faz um resumo de todas as variáveis utilizadas no trabalho, apresentando sua descrição, código utilizado para denominação e fórmula utilizada:

Quadro 6 - Descrição detalhada das variáveis

| Cod | Variável | Descrição da Variável | Fórmula |
|------|---|---|--|
| Q | Valor de mercado da empresa | O numerador é o valor contábil dos ativos (BVA) menos o valor contábil do Patrimônio Líquido (BVCE) mais o valor de mercado do Patrimônio Líquido (MVCE). O denominador é valor contábil dos ativos (BVA) | $Q = \frac{BVA - BVCE + MVCE}{BVA}$ |
| SIZE | Tamanho da empresa | Logaritmo natural dos ativos totais (AT) da empresa, medidos no último dia do exercício. | $\ln(AT)$ |
| GRO | Oportunidades de crescimento | Média da variação da receita de vendas (RV) nos últimos três anos. | $\frac{\sum_i^3 \left(\frac{RV_i - RV_{i-1}}{RV_{i-1}} \right)}{3}$ |
| LEV | Nível de endividamento | Razão entre o total de capital de terceiros (CT) e o ativo total (AT), no último dia do ano, multiplicado por 100 (cem). | $\frac{CT}{AT} \times 100$ |
| ROA | Retorno sobre os ativos | Razão entre o lucro líquido (LL) e os ativos totais (AT). | $\frac{LL}{AT}$ |
| VOL | Volatilidade | Desvio padrão anualizado dos retornos diários das ações na Bolsa de Valores de São Paulo, no período analisado. | $\sqrt{\frac{\sum (r - \bar{r})^2}{n-1}} \times \sqrt{252}$ |
| V1 | Participação do maior acionista no Capital votante | Número de ações com direito a voto em propriedade do maior acionista (AV1) dividido pelo número total de ações com direito a voto (AV) emitido pela empresa, exceto em tesouraria, multiplicado por 100 (cem). | $\frac{AV1}{AV} \times 100$ |
| T1 | Participação do maior acionista no capital total | Número total de ações em propriedade do maior acionista (AT1) dividido pelo número total de ações (AT) emitido pela empresa, exceto em tesouraria, multiplicado por 100 (cem) | $\frac{AT1}{AT} \times 100$ |
| VIT1 | Razão entre a participação do maior acionista no capital votante e no capital total | Número de ações com direito a voto em propriedade do maior acionista (AV1) dividido pelo número total de ações com direito a voto (AV) emitido pela empresa, exceto em tesouraria, multiplicado por 100 (cem) dividido pelo Número total de ações em propriedade do maior acionista (AT1) dividido pelo número total de ações (AT) emitido pela empresa, exceto em tesouraria, multiplicado por 100 (cem) | $\frac{\frac{AV1}{AV} \times 100}{\frac{AT1}{AT} \times 100}$ |
| ADR | Emissão de ADR | Variável binária (<i>dummy</i>) que indica a emissão de ADR. | 1 se a empresa possui ADR 0 se a empresa não possui ADR |
| NM | Adesão ao novo mercado | Variável binária (<i>dummy</i>) que indica a adesão da empresa ao novo mercado. | 1 se a empresa é listada no nível novo mercado na Bovespa 0 se a empresa não é listada no nível novo mercado na Bovespa |
| N1 | Adesão ao nível 1 de governança corporativa | Variável binária (<i>dummy</i>) que indica a adesão da empresa ao nível 1 de governança corporativa | 1 se a empresa é listada no nível 1 de governança corporativa da Bovespa 0 se a empresa não é listada no nível 1 de governança corporativa da Bovespa |
| N2 | Adesão ao nível 2 de governança corporativa | Variável binária (<i>dummy</i>) que indica a adesão da empresa ao nível 2 de governança corporativa | 1 se a empresa é listada no nível 2 de governança corporativa da Bovespa 0 se a empresa não é listada no nível 2 de governança corporativa da Bovespa |

| | | | <i>Continuação</i> |
|------------|--|--|---|
| Cod | Variável | Descrição da Variável | Fórmula |
| IGC | Índice de Governança corporativa | Soma da pontuação de cada uma das 24 perguntas que compõe o IGC. | $\sum_1^{24} Q_j$ <p>1 se a resposta for sim 0 se a resposta for sim</p> |
| IGCR | Índice de governança corporativa reduzido | IGC excluindo perguntas 4 e 5, que podem ser correlacionadas com o tamanho da empresa. | $\sum_1^3 Q_j + \sum_6^{24} Q_j$ <p>1 se a resposta for sim 0 se a resposta for sim</p> |
| D1 | Dimensão <i>transparência</i> | Soma da pontuação das perguntas 1 a 6 do IGC. | $\sum_1^6 Q_j$ <p>1 se a resposta for sim 0 se a resposta for sim</p> |
| D2 | Dimensão <i>composição e funcionamento do Conselho</i> | Soma da pontuação das perguntas 7 a 12 do IGC. | $\sum_7^{12} Q_j$ <p>1 se a resposta for sim 0 se a resposta for sim</p> |
| D3 | Dimensão <i>conflitos de interesse</i> | Soma da pontuação das perguntas 13 a 18 do IGC. | $\sum_{13}^{18} Q_j$ <p>1 se a resposta for sim 0 se a resposta for sim</p> |
| D4 | Dimensão <i>direito dos acionistas</i> | Soma da pontuação das perguntas 19 a 24 do IGC. | $\sum_{19}^{24} Q_j$ <p>1 se a resposta for sim 0 se a resposta for sim</p> |

Fonte: Elaboração da autora.

3.6. Especificação de modelos

3.6.1. Método de estimação

O método escolhido é a análise de regressão multivariada em dados transversais. O modelo a ser utilizado é o de Fama e French (1992), também utilizado por Agrawal e Knoeber (1996), Silveira, Barros e Famá (2003) e Leal e Carvalhal da Silva (2005).

O método de estimação utilizado foi a análise de regressão múltipla, aplicando-se o método dos mínimos quadrados em dois estágios - 2SLS. A opção pelo 2SLS se deu na medida em que se verificou endogeneidade entre as variáveis utilizadas e na especificação do problema de pesquisa, cujo interesse é no impacto da governança corporativa no valor de mercado da empresa, e não na relação bilateral. A bilateralidade desta relação não é ignorada pela autora, apesar de não ser objeto de estudo deste trabalho.

O método dos mínimos quadrados ordinários é um dos mais aplicados em pesquisas quantitativas. Entretanto, na presença de endogeneidade, seus estimadores se tornam inconsistentes, em função da sua correlação com erro, ε_i , impossibilitando a identificação das contribuições individuais de cada variável (HEIJ *et al.*, 2004). A correlação de uma ou mais variáveis independentes com o erro faz com que fatores externos que poderiam impactar a variável dependente e que não estão especificados na equação (e por isso são acumulados no termo de erro) impactem também em uma ou mais variáveis independentes. Dessa forma, as variáveis independentes não podem ser consideradas fixas, o que lesa uma das premissas do método dos mínimos quadrados ordinários (HEIJ *et al.*, 2004). Essa inconsistência, segundo Wooldridge (2003), é função de variáveis omitidas na especificação do modelo. Entretanto, conforme enfatiza o autor, nem sempre é possível encontrar variáveis capazes de

representar fatores não observáveis, resultando no problema da endogeneidade. Dessa forma, faz-se necessária a adoção de um método capaz de reconhecer e tratar o problema das variáveis omitidas.

Estudos como o de Leal e Carvalhal da Silva (2004), Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Black, Jang e Kim (2005) e Klapper e Love (2004) mostram que o problema da endogeneidade está presente quando se analisam simultaneamente medidas de performance e *proxies* de propriedade e de governança corporativa. Isso acontece porque existem fatores que afetam, ao mesmo tempo, tanto as medidas de performance quanto as variáveis que representam a governança e a propriedade. Esses fatores costumam ser não observáveis e, portanto acumulam-se no termo de erro. Heij *et al.* (2004) ressaltam que o problema da endogeneidade advém da correlação entre uma ou mais variáveis explicativas e o termo de erro. Klapper e Love (2004) exemplificam o problema da seguinte maneira: empresas com grandes potenciais de crescimento podem optar por adotar níveis mais elevados de governança corporativa, mesmo que essa adoção resulte em grandes dispêndios financeiros, já que a nova estrutura irá agradar os investidores. Investidores satisfeitos levam ao aumento do valor de mercado da empresa e, também, a um aumento paralelo no nível de governança da empresa.

O fato de haver suspeita de endogeneidade no modelo a ser adotado inviabiliza a utilização do método dos mínimos quadrados ordinários, já que, uma vez correlacionados uma variável explicativa e o erro, verifica-se que a primeira não é fixa, o que lesa um dos pressupostos do modelo anteriormente citado (HEIJ *et al.*, 2004). A fim de lidar com o problema da endogeneidade, optou-se neste trabalho pelo método dos mínimos quadrados em dois estágios (2SLS – *Two Stage Least Squares*), o qual não corrige a endogeneidade das variáveis, mas é capaz de estimar parâmetros confiáveis e não-viesados na presença dela (WOOLDRIDGE, 2003). O método que se utiliza de variáveis instrumentais, essencialmente exógenas, deve ter, necessariamente, as seguintes propriedades, considerando a equação de regressão linear e as premissas a seguir:

$$y_1 = \beta_0 + \beta_1 y_2 + \beta_2 x_1 + \dots + \beta_k x_{k-1} + u \quad [3.7.1]$$

$$\text{Cov}(z, u) = 0 \quad [3.7.2]$$

$$\text{Cov}(z, y_2) \neq 0 \quad [3.7.3]$$

Em que z é uma variável instrumental exógena; y_2 a variável independente endógena; x_i , as variáveis independentes exógenas; e u , o termo de erro. Dessa forma, a variável instrumental não deve ter covariância com o erro e deve apresentar relação, ou positiva ou negativa, com a variável independente endógena na equação (WOOLDRIGDE, 2003). Conforme colocado pelo autor, as variáveis instrumentais têm a função de identificar as variáveis endógenas, evitando possíveis vieses na estimação dos parâmetros.

Conforme colocado anteriormente, uma vez que o modelo apresenta variáveis endógenas e exógenas, faz-se necessária a utilização do método dos mínimos quadrados em dois estágios (2SLS) (WOOLDRIGDE, 2003; HEIJ *et al.*, 2004; GREENE, 2003). A partir da utilização de variáveis instrumentais, o 2SLS expurga os efeitos do relacionamento entre as variáveis endógenas e o erro. Isso acontece, pois, a partir das regressões em dois estágios, o método é capaz de dividir os valores da variável endógena em duas partes, sendo elas y^* e v . A parcela de y^* é não-correlacionada com o erro. Já v exibe esta correlação e é responsável pela característica de endogeneidade da variável (WOOLDRIGDE, 2003).

Considerando que as variáveis y_1 e y_2 são variáveis endógenas - ou seja, correlacionadas com o erro - o modelo utilizado neste estudo pode ser representado pela equação [3.7.1] e segue as seguintes premissas:

$$E(u_1) = 0 \quad [3.7.4]$$

$$\text{Cov}(z_j, u_1) = 0, \quad j = 1, \dots, k \quad [3.7.5]$$

Selecionada a variável instrumental, z_k , para a variável explicativa endógena, y_2 , a qual deve satisfazer às condições [3.7.2] e [3.7.3], o modelo pode ser calculado. Conforme colocam Wooldridge (2003), Heij *et al.* (2004) e Greene (2003), caso a variável seja considerada exógena, pode-se utilizar ela própria como variável instrumental, uma vez que a mesma satisfaz as condições supracitadas. Ao utilizar o 2SLS, as regressões são feitas em dois estágios. No primeiro estágio, é considerada a seguinte regressão:

$$\hat{y}_2 = \hat{\pi}_0 + \hat{\pi}_1 z_1 + \hat{\pi}_2 z_2 + \dots + \hat{\pi}_i z_i \quad [3.7.6]$$

Em que se busca calcular um valor ajustado para a variável endógena y_2 . No segundo estágio, é realizada a regressão de y_1 em \hat{y}_2 e nas variáveis explicativas exógenas, utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários. Após a conclusão de ambos os estágios, que não acontecem simultaneamente, obtêm-se estimadores consistentes, chamados “estimadores do método dos mínimos quadrados em dois estágios” (WOOLDRIGDE, 2003; HEIJ *et al.*, 2004; GREENE, 2003).

3.6.2. Inferências estatísticas com o método dos mínimos quadrados em dois estágios (2SLS)

Os estimadores do método de mínimos quadrados em dois estágios atendem as premissas básicas do método dos mínimos quadrados ordinários. São, portanto, estimadores consistentes. São premissas do OLS, por Heij *et al.* (2004):

- 1) Regressores fixos - $\sum (x_i - \bar{x})^2 > 0$
- 2) Erro aleatório com média zero - $E[\varepsilon_i] = 0, i = 1, \dots, n$
- 3) Variância constante (homocedasticidade) - $E[\varepsilon_i^2] = \sigma^2, i = 1, \dots, n$
- 4) Não existência de correlação entre os erros - $E[\varepsilon_i \varepsilon_j] = 0, i = 1, \dots, n, i \neq j$
- 5) Parâmetros constantes.
- 6) Modelo linear
- 7) Normalidade dos erros

Autores como Wooldridge (2003), Heij *et al.* (2004) e Greene (2003) ressaltam a importância da escolha das variáveis instrumentais adequadas. Para que uma variável seja elegível como variável instrumental, Wooldridge (2003), Heij *et al.* (2004) e Greene (2003) advertem que não deve ser verificada a correlação com o erro, nem a correlação com a variável endógena deve existir, podendo ser positiva ou negativa.

3.7. Testes de robustez

3.7.1. Heterocedasticidade

Conforme defende Wooldridge (2003), a heterocedasticidade no 2SLS deve ser tratada da mesma forma como no OLS. No caso deste trabalho, foi utilizado o teste de White, tanto com termos simples quanto com termos cruzados (quando possível, em função do tamanho da amostra), conforme sustentado por Heij *et al.* (2004) e Wooldridge (2003). As ocorrências de heterocedasticidade encontradas foram corrigidas após a inserção de variáveis *dummy* capazes de extrair as observações reconhecidas como *outliers*, pela análise de resíduos. Dessa forma, não há ocorrência de heterocedasticidade em nenhuma das regressões apresentadas neste trabalho.

3.7.2. Normalidade

Uma vez que, para serem considerados confiáveis, os estimadores do 2SLS devem seguir as premissas do OLS, as regressões foram testadas a fim de constatar uma possível não-normalidade. Conforme mencionado no tópico acima, as mesmas providências foram tomadas para a correção do problema. Portanto, todas as regressões apresentadas neste estudo atendem à premissa da normalidade.

3.7.3. Multicolinearidade

A multicolinearidade se refere à existência de correlação entre as variáveis independentes em uma regressão múltipla (WOOLDRIDGE, 2003). Segundo o autor, o problema é mais sério quando se utiliza 2SLS, prejudicando o nível de significância do modelo como um todo, de cada uma das variáveis, bem como a sua interpretação. Este fato é devido à maior variância dos estimadores de 2SLS se comparada aos calculados por meio do OLS. São duas as razões que explicam esse comportamento. Em primeiro lugar, a variância da variável ajustada, \hat{y}_2 , é menor do que a da variável y_2 . Em segundo, a correlação entre a variável ajustada, \hat{y}_2 , e as demais variáveis explicativas exógenas são, frequentemente, mais altas que as apresentadas em relação à variável y_2 . Greene (2003) menciona o teorema de Gaus-Markov, que afirma que os estimadores, para serem confiáveis, devem ter a menor variância possível, evitando problemas de multicolinearidade. A fim de verificar a existência de multicolinearidade entre as diversas variáveis utilizadas em todas as regressões, efetuou-se o teste LM – Multiplicadores de Lagrange -, conforme recomendado por Johnston e Dinardo (1997) e por Heij *et al.* (2004). O problema não foi encontrado em nenhuma das regressões.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Estatísticas descritivas

Após a coleta e observação dos dados, foram calculadas as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas neste estudo, como as variáveis de governança, de propriedade e de controle, bem como aquelas relacionadas ao mercado financeiro, necessárias à utilização do método 2SLS. A fim de tornar a análise mais clara, optou-se por exibir os resultados por tipo de variável, conforme detalhado anteriormente neste estudo.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas do valor de mercado das empresas

| Estatística descritiva | Q de Tobin | | | | | |
|-----------------------------|------------|-------|---------|----------------|----------------|----------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | Variação 03/04 | Variação 04/05 | Variação Total |
| Média | 1,223 | 1,360 | 1,657 | 11,18% | 21,81% | 35,42% |
| Mediana | 1,138 | 1,274 | 1,309 | 11,95% | 2,76% | 15,04% |
| Máximo | 2,598 | 3,060 | 7,016 | 17,77% | 129,31% | 170,06% |
| Mínimo | 0,432 | 0,422 | 0,550 | -2,47% | 30,29% | 27,07% |
| Desvio padrão | 0,401 | 0,505 | 1,109 | | | |
| Assimetria | 0,965 | 0,895 | 3,111 | | | |
| Curtose | 4,244 | 3,977 | 14,025 | | | |
| Normalidade Jarque-Bera (*) | 1,406 | 1,196 | 534,153 | | | |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,001 | 0,003 | 0,000 | | | |

Fonte: Elaboração da autora.

Verifica-se que houve um aumento médio de Q de 11,18% de 2003 para 2004 e de 21,81 % de 2004 para 2005, totalizando uma variação positiva de 35,42%. Esse aumento acompanha a variação do índice IBOVESPA no mesmo período, que teve um crescimento entre 2003 e 2005, de 45,5%, segundo a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA, 2003; BOVESPA, 2004; BOVESPA, 2005). Leal e Carvalhal da Silva (2005) obtiveram resultados consideravelmente inferiores aos encontrados neste trabalho ao analisarem os anos de 1998, 2000 e 2002. Os autores calcularam uma média geral para os

três anos analisados, e o valor encontrado foi de 0,91. Apesar de optar pelo cálculo da média anual, a fim de verificar a evolução anual de cada variável, os valores encontrados foram relativamente superiores. Esse fato se deve, sobretudo, ao desenvolvimento da Bolsa de Valores, que entre 2003 e 2005 teve a sua capitalização aumentada em 91% ou seja, em R\$ 615 milhões (BOVESPA, 2003; BOVESPA, 2004; BOVESPA, 2005)

A Tabela 2 exibe as estatísticas descritivas das variáveis de controle, bem como as suas variações anuais.

Tabela 2 - Estatísticas descritivas das variáveis de controle

| Tamanho da empresa – SIZE | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Estatística Descritiva | 2003 | 2004 | 2005 | Variação 03/04 | Variação 04/05 | Variação Total |
| Média | 2,197 | 2,194 | 2,213 | -0,13% | 0,85% | 0,72% |
| Mediana | 2,174 | 2,165 | 2,193 | -0,41% | 1,30% | 0,88% |
| Máximo | 2,564 | 2,571 | 2,594 | 0,30% | 0,86% | 1,16% |
| Mínimo | 1,896 | 1,900 | 1,776 | 0,20% | -6,54% | -6,35% |
| Desvio padrão | 1,500 | 1,506 | 1,492 | | | |
| Assimetria | 0,154 | 0,297 | -0,013 | | | |
| Curtose | 2,516 | 2,460 | 3,091 | | | |
| Normalidade Jarque-Bera | 0,877 | 1,857 | 0,027 | | | |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,645 | 0,395 | 0,986 | | | |
| Oportunidades de Crescimento - GROWTH | | | | | | |
| Estatística Descritiva | 2003 | 2004 | 2005 | Variação 03/04 | Variação 04/05 | Variação Total |
| Média | 0,248 | 0,226 | 0,194 | -8,83% | -14,45% | -22,00% |
| Mediana | 0,213 | 0,238 | 0,576 | 11,76% | 142,39% | 170,89% |
| Máximo | 1,375 | 0,789 | 0,748 | -42,60% | -5,25% | -45,62% |
| Mínimo | -0,321 | -0,776 | -0,089 | 141,31% | -88,59% | -72,46% |
| Desvio padrão | 0,270 | 0,204 | 0,151 | | | |
| Assimetria | 1,503 | -1,500 | 13,641 | | | |
| Curtose | 7,728 | 10,570 | 5,581 | | | |
| Normalidade Jarque-Bera | 83,711 | 190,632 | 42,311 | | | |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,000 | 0,000 | 0,000 | | | |

Continuação

| Endividamento – LEV | | | | | | |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Estatística Descritiva | 2003 | 2004 | 2005 | Varição 03/04 | Varição 04/05 | Varição Total |
| Média | 28,780 | 25,337 | 26,011 | -11,96% | 2,66% | -9,62% |
| Mediana | 29,227 | 25,950 | 24,796 | -11,21% | -4,45% | -15,16% |
| Máximo | 64,547 | 67,676 | 79,694 | 4,85% | 17,76% | 23,47% |
| Mínimo | 0,320 | 0,000 | 0,220 | -100,00% | IC* | -31,25% |
| Desvio padrão | 17,118 | 14,541 | 15,276 | | | |
| Assimetria | -0,111 | 0,070 | 0,579 | | | |
| Curtose | 2,061 | 2,853 | 3,744 | | | |
| Normalidade Jarque-Bera | 2,480 | 0,118 | 5,681 | | | |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,289 | 0,943 | 0,058 | | | |
| Retorno sobre os ativos – ROA | | | | | | |
| Estatística Descritiva | 2003 | 2004 | 2005 | Varição 03/04 | Varição 04/05 | Varição Total |
| Média | 6,395 | 8,296 | 8,367 | 29,72% | 0,86% | 30,83% |
| Mediana | 6,334 | 8,022 | 7,698 | 26,65% | -4,04% | 21,53% |
| Máximo | 26,167 | 45,558 | 28,993 | 74,10% | -36,36% | 10,80% |
| Mínimo | -14,329 | -13,801 | -6,595 | -3,68% | -52,21% | -53,97% |
| Desvio padrão | 6,577 | 8,196 | 6,876 | | | |
| Assimetria | 0,064 | 1,050 | 0,592 | | | |
| Curtose | 4,482 | 8,268 | 3,871 | | | |
| Normalidade Jarque-Bera | 5,899 | 92,458 | 6,479 | | | |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,052 | 0,000 | 0,039 | | | |
| Volatilidade – VOL | | | | | | |
| Estatística Descritiva | 2003 | 2004 | 2005 | Varição 03/04 | Varição 04/05 | Varição Total |
| Média | 0,421 | 0,405 | 0,401 | -3,93% | -0,88% | -4,78% |
| Mediana | 0,365 | 0,386 | 0,374 | 5,75% | -3,24% | 2,33% |
| Máximo | 1,186 | 0,847 | 1,358 | -28,58% | 60,33% | 14,50% |
| Mínimo | 0,186 | 0,218 | 0,185 | 17,20% | -15,14% | -0,54% |
| Desvio padrão | 0,203 | 0,118 | 0,173 | | | |
| Assimetria | 2,390 | 1,006 | 3,381 | | | |
| Curtose | 8,772 | 4,689 | 17,073 | | | |
| Normalidade Jarque-Bera | 149,742 | 19,832 | 731,346 | | | |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,000 | 0,000 | 0,000 | | | |

*Impossível calcular.

Fonte: Elaboração da Autora

Ao analisar os dados mostrados acima, verifica-se que o tamanho médio das empresas permaneceu praticamente constante nos três anos analisados. A variação pequena mostra que

não houve grandes alterações entre os níveis de ativos totais das empresas analisadas neste período.

Considerando a variável *oportunidades de crescimento*, ocorre uma redução na média das variações das receitas de vendas das empresas pesquisadas. Tal redução entre 2003 e 2004 podem ainda ter sido afetadas por *outliers* como o valor máximo encontrado para o ano de 2003 e o mínimo do ano de 2004. O ano de 2005, entretanto, revela uma queda na média, sem, a princípio, ser afetado por eventuais observações que possam distorcer os resultados. Já a média do nível de endividamento das empresas, analisado pela sua média, não sofreu muitas alterações, permanecendo entre 29% e 25%. É interessante ressaltar que o valor encontrado está bem abaixo do encontrado por Leal e Carvalhal da Silva (2005), o que indica uma redução da participação de capital de terceiros no capital da empresa. Em relação à variável *ROA*, verifica-se, entre 2003 e 2004, um aumento considerável, permanecendo praticamente estável em 2005. Esse valor é similar ao encontrado por Leal e Carvalhal da Silva (2005). A média obtida para a variável *volatilidade* indica queda no período analisado. Uma vez que a volatilidade é diretamente relacionada com o risco percebido pelo investidor (DROBETZ e FIX, 2003), é possível afirmar que a percepção de risco para a Bolsa de Valores de São Paulo está diminuindo. Esse dado vai de encontro com o aumento da capitalização da BOVESPA, já mencionado anteriormente.

A fim de identificar e analisar o perfil da propriedade das empresas pesquisadas, as estatísticas descritivas foram calculadas (ver Tabela 3):

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis de propriedade

| Participação do maior acionista no capital votante - V1 | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Estatística descritiva | 2003 | 2004 | 2005 |
| Média | 59,611 | 61,324 | 56,976 |
| Mediana | 54,170 | 58,414 | 52,199 |
| Máximo | 99,996 | 99,996 | 100,000 |
| Mínimo | 10,089 | 10,098 | 56,810 |
| Desvio padrão | 25,269 | 25,216 | 26,579 |
| Assimetria | -0,005 | -0,090 | 0,117 |
| Curtose | 2,114 | 2,155 | 2,015 |
| Normalidade Jarque-Bera | 2,094 | 2,143 | 3,416 |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,351 | 0,342 | 0,181 |
| Participação do maior acionista no capital total - T1 | | | |
| Estatística descritiva | 2003 | 2004 | 2005 |
| Média | 37,199 | 38,141 | 37,036 |
| Mediana | 32,940 | 33,641 | 33,307 |
| Máximo | 88,447 | 95,904 | 98,257 |
| Mínimo | 5,268 | 4,865 | 5,638 |
| Desvio padrão | 21,176 | 21,110 | 20,111 |
| Assimetria | 0,597 | 0,676 | 0,706 |
| Curtose | 2,439 | 2,728 | 2,914 |
| Normalidade Jarque-Bera | 4,639 | 5,466 | 6,673 |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,098 | 0,065 | 0,036 |
| Razão entre a participação do maior acionista no capital votante e no capital total - V1T1 | | | |
| Estatística descritiva | 2003 | 2004 | 2005 |
| Média | 1,836 | 1,849 | 1,690 |
| Mediana | 1,801 | 1,790 | 1,630 |
| Máximo | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| Mínimo | 0,761 | 0,763 | 0,763 |
| Desvio padrão | 0,672 | 0,676 | 0,663 |
| Assimetria | 0,221 | 0,210 | 0,598 |
| Curtose | 1,765 | 1,771 | 2,190 |
| Normalidade Jarque-Bera | 4,588 | 4,850 | 6,952 |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,101 | 0,088 | 0,031 |

Fonte: Elaboração da própria autora

Os resultados obtidos na análise descritiva das variáveis de propriedade estão em consonância com os obtidos por Leal e Carvalho da Silva (2005) e por Carvalho da Silva (2005). A participação média do maior acionista no capital votante das empresas analisadas ficou entre 61% e 57%. Esse percentual confirma a concentração da propriedade nas mãos do maior acionista no mercado brasileiro.

Entretanto, no último ano ocorreu uma diminuição da média do controle, refletindo também na média encontrada para este mesmo ano da variável que representa a razão entre a propriedade votante e a propriedade total. Essa queda indica uma possível tentativa de diminuir a centralização, sem, entretanto, perder o controle da gestão da empresa, refletida pela concentração da propriedade a níveis mais altos que 50% para o maior acionista. Ao se passar à análise da propriedade total, verifica-se que a média dos três anos pesquisados está em torno de 38%. Em relação aos resultados de Leal e Carvalhal da Silva (2005), ocorreu uma pequena diminuição, indicando que a diferença entre o direito de voto e o direito de fluxo de caixa do maior acionista está aumentando.

Foram analisadas ainda, as variáveis representativas da estrutura de governança corporativa da empresa, sendo elas o *índice de governança corporativa* e a *pontuação de cada uma de suas dimensões*. Optou-se por não exibir os resultados encontrados para o índice de governança corporativa reduzido, pois não apresentaram grande relevância. Tais resultados podem ser encontrados no Anexo 2.

Tabela 4 - Estatísticas descritivas do IGC

| Índice de governança corporativa – IGC | | | |
|---|-------------|-------------|-------------|
| Estatística descritiva | 2003 | 2004 | 2005 |
| Média | 10,313 | 10,681 | 11,550 |
| Mediana | 10,000 | 10,000 | 11,000 |
| Máximo | 17,000 | 17,000 | 18,000 |
| Mínimo | 6,000 | 6,000 | 4,000 |
| Desvio padrão | 2,189 | 2,233 | 2,619 |
| Assimetria | 0,447 | 0,605 | 0,064 |
| Curtose | 3,351 | 2,860 | 2,848 |
| Normalidade Jarque-Bera | 2,465 | 4,264 | 0,132 |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,292 | 0,119 | 0,936 |

Fonte: Elaboração da autora

A média encontrada para o IGC variou de 10,31 em 2003 a 11,55 em 2005 indicando uma melhoria da qualidade da governança corporativa das empresas. Esse resultado confirma a tendência

crescente encontrada por Leal e Carvalhal da Silva (2005), indicando um maior interesse das empresas em melhorar seu nível de governança. Entretanto, como a pontuação máxima do IGC é 24 pontos, verifica-se que as médias encontradas ainda são baixas. A pontuação máxima foi de 17 pontos em 2003 e 2004 e de 18 pontos em 2005. Esse fato mostra que mesmo as empresas que obtiveram notas mais altas cumprem, no caso do ano de 2005, apenas 75% das recomendações levadas em consideração IGC. As empresas que estão na média se adequam apenas a 43% das recomendações.

Ao analisar os valores encontrados para as quatro dimensões do IGC, encontram-se resultados interessantes. A Tabela 5 apresenta as estatísticas:

Tabela 5 - Estatísticas descritivas para as dimensões da governança corporativa

| Transparência - D1 | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Estatísticas descritivas | 2003 | 2004 | 2005 |
| Média | 4,031 | 4,014 | 4,038 |
| Mediana | 4,000 | 4,000 | 4,000 |
| Máximo | 5,000 | 5,000 | 6,000 |
| Mínimo | 1,000 | 1,000 | 0,000 |
| Desvio padrão | 0,835 | 0,831 | 0,878 |
| Assimetria | -1,212 | -1,110 | -1,428 |
| Curtose | 5,213 | 4,921 | 7,766 |
| Normalidade Jarque-Bera | 28,732 | 24,779 | 102,891 |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Composição e funcionamento do Conselho - D2 | | | |
| Estatísticas descritivas | 2003 | 2004 | 2005 |
| Média | 2,766 | 3,014 | 3,263 |
| Mediana | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| Máximo | 5,000 | 5,000 | 6,000 |
| Mínimo | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Desvio padrão | 1,109 | 1,131 | 1,240 |
| Assimetria | -0,161 | -0,213 | -0,188 |
| Curtose | 3,139 | 2,664 | 2,786 |
| Normalidade Jarque-Bera | 0,326 | 0,846 | 0,624 |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,849 | 0,655 | 0,732 |

Continuação

| Ética e conflitos de interesse - D3 | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Estatísticas descritivas | 2003 | 2004 | 2005 |
| Média | 2,266 | 2,348 | 1,550 |
| Mediana | 2,000 | 2,000 | 1,000 |
| Máximo | 5,000 | 5,000 | 4,000 |
| Mínimo | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Desvio padrão | 0,718 | 0,819 | 0,967 |
| Assimetria | 1,120 | 1,224 | 0,916 |
| Curtose | 6,999 | 5,714 | 3,612 |
| Normalidade Jarque-Bera | 56,014 | 38,419 | 12,433 |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,000 | 0,000 | 0,002 |
| Direitos dos acionistas - D4 | | | |
| Estatísticas descritivas | 2003 | 2004 | 2005 |
| Média | 1,250 | 1,304 | 1,550 |
| Mediana | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| Máximo | 4,000 | 4,000 | 4,000 |
| Mínimo | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| Desvio padrão | 1,024 | 0,990 | 0,967 |
| Assimetria | 1,007 | 1,012 | 0,916 |
| Curtose | 3,725 | 3,775 | 3,612 |
| Normalidade Jarque-Bera | 12,219 | 13,509 | 12,433 |
| Probabilidade Jarque-Bera | 0,002 | 0,001 | 0,002 |

Fonte: Elaboração da autora.

A dimensão *transparência* é a que obteve médias mais altas, em torno de 4 pontos nos três anos, havendo empresas que não obtiveram nenhum ponto e empresas com a pontuação máxima, de 6 pontos. Esse resultado mostra que as empresas brasileiras obtêm a grande maioria dos seus pontos no IGC, a partir de adequações relacionadas à transparência. Uma razão para esse fato é que as sugestões de transparência são mais fáceis de serem adotadas. A questão 5, por exemplo, trata da publicação das demonstrações financeiras em formato *US GAAP*. No caso de a empresa possuir ADR, o órgão que regulariza o mercado americano de capitais, a *SEC (Securities Exchange Commission)* a obriga a disponibilizar as demonstrações financeiras dentro deste padrão. Logo, a empresa é obrigada a se adaptar. Outra questão interessante é a tratada na questão 6. O formulário IAN, de preenchimento obrigatório pelas empresas listadas na Bovespa, já solicita a divulgação das remunerações do CEO e da diretoria. Logo, as empresas já estão habituadas com essa norma.

Apesar de apresentar médias de pontuações mais baixas que a dimensão *transparência*, as dimensões *composição e funcionamento do Conselho* (D2) e *direitos dos acionistas* (D4) são as que apresentaram maior variação positiva, indicando maior dedicação das empresas em melhorar aspectos de governança ligados a essas dimensões. Outro aspecto relevante é o fato de muitas recomendações contidas na *D2* serem contempladas pelas exigências dos níveis diferenciados de governança corporativa na Bovespa. Já na *D4*, apesar de a pontuação ser a dimensão que menos contribuiu para a pontuação geral do índice, com médias que variam entre 1,25 e 1,55, esta dimensão teve um aumento de 24% entre 2003 e 2005, indicando que as empresas estão optando por incrementar a estrutura de governança em pontos relacionados com os direitos dos acionistas. Já a dimensão *ética e conflitos de interesse* apresenta diminuição de sua média. Esse fato se deve, sobretudo, às condenações de algumas empresas pelos órgãos competentes, como a CVM. Vale ressaltar que essa constatação não indica que as empresas estão cometendo mais infrações, e sim que a CVM está acompanhando e julgando mais processos.

Cabe ainda analisar as variáveis associadas ao mercado financeiro, como os *níveis diferenciados de governança corporativa*, na Bovespa e a *emissão de ADRs* pelas empresas que compõem a amostra. Os dados podem ser verificados na Tabela 6.

Tabela 6 - Níveis diferenciados de listagem e emissão de ADR

| | 2003 | 2004 | 2005 |
|---|------|------|------|
| Listadas no novo mercado | 2% | 3% | 15% |
| Listadas no nível 2 de governança corporativa | 3% | 7% | 11% |
| Listadas no nível 1 de governança corporativa | 25% | 23% | 26% |
| Emissoras de ADR | 33% | 30% | 31% |

Fonte: Elaboração da autora

Verifica-se o aumento do percentual de empresas que compõem a amostra e que estão listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa. Conforme já ressaltado, ocorreu um aumento considerável do número de empresas listadas nestes níveis na Bovespa, sobretudo no nível novo mercado. Esse aumento se reflete nas empresas estudadas. Em 2005, 52% das empresas analisadas optaram por um dos três níveis diferenciados de listagem, enquanto esse número era de 33% em 2003. A opção pela listagem nos níveis diferenciados mostra o interesse das empresas em se adequar às suas exigências e, portanto, a incrementar o nível de governança corporativa.

As correlações entre as variáveis também foram estudadas. Primeiramente, foram avaliadas as correlações entre a variável dependente (Q), as variáveis de controle, de governança, de propriedade e as associadas ao mercado financeiro. As correlações encontradas vão ao encontro das expectativas. A relação entre as variáveis NM , CGI , $CGIR$ e $D3$ são positivas e significativas, levando a entender que o aumento em uma delas pode levar ao aumento do valor de mercado da empresa, representado pela variável Q . Os sinais das relações encontradas entre as variáveis ADR , $N1$, $N2$, $D1$, $D2$ e $D4$ e Q também estão conforme esperado. Entretanto, as relações são fracas e não significativas, com exceção da variável $D4$, cuja relação com Q é significativa a 10%. Em relação às variáveis de controle, mais uma vez, os sinais encontrados estão de acordo com a teoria colocada anteriormente neste trabalho. A relação entre o ROA e Q é positiva e significativa, bem como entre $GROWTH$. As relações entre as variáveis de propriedade – VI , TI e $VITI$ - e Q confirmam o fato de que quanto maior a concentração de capital votante, menor o valor de mercado da empresa. Especificamente sobre a variável $SIZE$, o sinal da relação encontrado, apesar de não significativa, foi negativo, confirmando aos resultados de Beiner *et al.* (2003). A Tabela 7 mostra as correlações encontradas.

Tabela 7 - Correlação entre Q e variáveis independentes

| | Q |
|---------------|------------------|
| ADR | 0,02 |
| NM | 0,406*** |
| N1 | 0,026 |
| N2 | 0,065 |
| SIZE | -0,01 |
| CGI | 0,219*** |
| CGIR | 0,221*** |
| D1 | 0,059 |
| D2 | 0,08 |
| D3 | 0,289*** |
| D4 | 0,127* |
| ROA | 0,384*** |
| LEV | 0,024 |
| GROWTH | 0,241*** |
| VOL | -0,062 |
| T1 | 0,021 |
| V1 | -0,158** |
| VIT1 | -0,280*** |

* Significativo a 10%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 1%

Fonte: Elaboração da autora.

Além das relações entre as variáveis e Q , foram analisadas as correlações entre todas as variáveis, cuja tabela está disponível no Anexo 3. Entre essas correlações, vale ressaltar os resultados encontrados entre o CGI e o nível de endividamento, LEV , que é positiva e significativa. Conforme colocado por Perobelli *et al.* (2005), o nível de governança corporativa pode reduzir o custo de capital da empresa, elevando assim o nível de endividamento. Essa relação é positiva também para a variável NM e $N1$, a última significativa a 1%. A relação entre CGI , $N1$ e NM e $V1$ é negativa e significativa, conforme a teoria, mostrando que o nível de governança corporativa é inversamente proporcional à concentração de capital votante.

4.2. Análise dos resultados de estimação

Foram efetuadas regressões pelo método de 2SLS. Os resultados foram testados para heterocedasticidade, multicolinearidade e normalidade. Os problemas encontrados foram corrigidos, e novas regressões foram calculadas para os três anos de analisados.

Primeiramente, utilizou-se, na regressão, como variável de governança corporativa, o índice de governança corporativa (IGC), conforme Leal e Carvalho da Silva (2005), juntamente com as demais variáveis de controle e de propriedade. Os resultados encontrados são demonstrados na Tabela 8:

Tabela 8 - 2SLS com IGC e demais variáveis independentes

| | Q em | | |
|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 |
| Constant | 0,957467 | 1,535142 | 1,409375 |
| D1 | | | |
| D2 | | | |
| D3 | | | |
| D4 | | | |
| CGI | -0,044936** | -0,020465 | 0,015856 |
| CGIR | | | |
| V1 | -0,000053 | -0,006128 | 0,004555 |
| T1 | -0,000883 | 0,015128** | -0,008282 |
| V1T1 | -0,115801 | 0,042783 | -0,419895* |
| Leverage | 0,006169** | 0,014356*** | 0,003152 |
| ADR | 0,204078** | 0,066658 | -0,048395 |
| NM | 0,448392 | 1,239887*** | 0,348924 |
| Volatility | 0,251849 | -1,494888*** | -0,083012 |
| Growth | 0,180103 | 0,997305*** | 0,52081 |
| ROA | 0,024031*** | 0,01317** | 0,033686*** |
| Size | 0,017267 | -0,018162 | 0,007359 |
| R2 | 0,671566 | 0,738872 | 0,859281 |
| R2 ajustado | 0,577728 | 0,664968 | 0,824719 |
| S.E. of regression | 0,260834 | 0,292219 | 0,420079 |
| F-statistic | 7,356761 | 10,50171 | 2507507 |
| Prob (F-statistic) | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 |

Método: 2SLS

*significativo a 10%

**significativo a 5%

***significativo a 1%

Fonte: Elaboração da autora

Analisando as variáveis de controle, verifica-se coeficiente positivo e significativo nas variáveis *ROA*, *LEV* e *ADR*, conforme estudado na teoria. As variáveis de propriedade têm coeficiente negativo, porém não significativo, exceto T1 em 2004, confirmando o fato de que a concentração de capital leva a uma redução no valor de mercado da empresa. A variável *VITI* tem coeficiente significativo em 2005, mostrando seu impacto negativo no valor de mercado.

A variável *NM* apresenta sinal positivo nos três anos analisados e seu coeficiente é significativo em 2004. Vale ressaltar a magnitude do valor deste coeficiente encontrado, que só não é maior em termos de valores absoluto que o coeficiente negativo e significativo encontrado para a variável *VOL* neste mesmo ano. Este resultado indica que a adesão ao nível de exigência mais alta em termos de adequação às normas de governança provoca um aumento no valor de mercado das empresas estudadas. Conforme esperado, *ROA* também contribui para o aumento do valor de mercado da empresa, apresentando significância e valores semelhantes nos três anos analisados.

O coeficiente de determinação R^2 da regressão é de 0,67, indicando um nível de eficiência do ajuste da regressão razoável. Passando-se ao R^2 Ajustado, coeficiente de determinação que mede o nível de explicabilidade da variável dependente pelo modelo proposto, levando em consideração o número de variáveis independentes e o tamanho da amostra, verifica-se que este apresenta um valor elevado, sendo possível entender que o modelo está ajustado. Os resultados encontrados para os coeficientes de regressão, R^2 e R^2 Ajustado, são relativamente mais altos do que aqueles encontrados por Leal e Carvalhal da Silva (2005).

Entretanto, o coeficiente encontrado para a *CGI* é negativo em 2003 e em 2004 e positivo em 2005, apesar de que nos últimos dois anos não apresentam significância. A obtenção de um coeficiente negativo vai contra os resultados esperados e encontrados na teoria, inclusive aqueles encontrados por

Leal e Carvalho da Silva (2005). Na perspectiva de análise, resultados como esses indicariam que o aumento do nível de governança contribui de forma a diminuir o valor da empresa, fato que é contrário aos conhecimentos teóricos já colocados.

Regressões também foram rodadas utilizando como variável de governança corporativa as quatro dimensões que compõem o *IGC*, além de sua versão reduzida, *CGIR*. Os resultados encontrados foram semelhantes aos descritos acima.

A regressão que considerou a variável *D3*, para o ano de 2003, de controle e propriedade não foi levada em consideração para análise. Isso se deve ao fato de o coeficiente de determinação R^2 e o R^2 Ajustado encontrados serem negativos, mostrando que não houve uma eficiência no ajuste do modelo. Segundo Greene (2003), essa ocorrência pode se dar em função da utilização de variáveis instrumentais não adequadas. Foram feitas substituições das variáveis instrumentais utilizadas, mas o problema não pôde ser resolvido para esse ano específico. Em função do tempo e da dificuldade de coletar novos dados e encontrar uma variável instrumental mais ajustada, optou-se por excluir da análise essa regressão específica neste ano. Essa decisão pode ser embasada nos resultados de Leal e Carvalho da Silva (2005), que optaram por não apresentar os resultados dos primeiros anos analisados.

O coeficiente da variável *DI* (variável que representa a dimensão *transparência*) é negativo e significativo para 2003 e 2004. Em 2005, aparece positivo, porém não significativo. No caso da variável *D2*, seu coeficiente é negativo em todos os três anos analisados e não significativo em nenhum deles. Já a variável *D3* é negativa e significativa durante todo o período selecionado para estudo - neste caso os anos de 2004 e 2005 -, levando ao entendimento de que o aumento nas tentativas de manter a ética e de evitar conflitos de interesse possam levar à diminuição do valor de mercado da empresa. A

variável *D4* é a única que apresenta coeficiente positivo tanto em 2003 quanto nos demais anos, apesar de somente no ano de 2005 apresentar significância a 10%.

Todos esses resultados, com exceção dos encontrados para a variável *D4*, são contrários à teoria estudada e conflitam com os obtidos por Leal e Carvalhal da Silva (2005), a não ser pelo sinal do coeficiente negativo encontrado para *D3* também pelos autores e que cuja justificativa não aparece no trabalho original. Neste, as demais variáveis de controle aparecem com sinais conforme esperado e com eventuais significâncias.

Valem ressaltar o sinal positivo e a significância predominante de *ROA* em todos os anos e regressões efetuadas, com uma única ressalva para a regressão (8), apresentada na Tabela 8, juntamente com os demais resultados.

A variável *NM* apresenta sinal positivo em todas as regressões efetuadas, sendo o coeficiente significativo em seis delas. O valor encontrado para os coeficientes também chama atenção, por estar entre os mais altos encontrados. Esses resultados afirmam que a opção pela listagem no novo mercado, na Bovespa provoca um aumento no valor de mercado da empresa, em consonância com os resultados encontrados em Soares (2003), Carvalho (2003), Silveira, Barros e Famá (2005) e Bridger (2006). A variável de propriedade *VI* também apresenta resultados conforme os embasados na teoria, mostrando que a maior concentração de capital leva a uma diminuição do valor de mercado das empresas. Os coeficientes de determinação, tanto R^2 e o R^2 Ajustado, em praticamente todas as regressões apresentam valores consideravelmente altos, indicando eficiência de ajuste do modelo escolhido (Tabela 9).

Tabela 9 - 2SLS com as dimensões da governança corporativa

| | Q em | | | | | | | | | | |
|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | 2003 (1) | 2004 (2) | 2005 (3) | 2003 (4) | 2004 (5) | 2005 (6) | 2004 (8) | 2005 (9) | 2003 (10) | 2004 (11) | 2005(12) |
| Constant | 1,382821 | 2,135604 | -0,336424 | 0,530438 | 1,519769 | 1,429080 | 3,382561** | 4,202171 | 0,547118 | 1,092873 | 2,036445 |
| D1 | -0,204788* | -0,203998* | 0,434516*** | | | | | | | | |
| D2 | | | | -0,076825* | -0,070247 | -0,018636 | | | | | |
| D3 | | | | | | | -0,419027** | -0,538597*** | | | |
| D4 | | | | | | | | | 0,009647 | 0,06225 | 0,157203* |
| CGI | | | | | | | | | | | |
| CGIR | | | | | | | | | | | |
| V1 | -0,011117** | -0,010568* | -0,000675 | 0,003686 | -0,004221 | 0,008208 | -0,012284* | -0,010620 | -0,006045 | -0,007979* | 0,000838 |
| T1 | 0,013790*** | 0,019031** | 0,008868 | -0,001963 | 0,014006** | -0,012739 | 0,014532 | -0,000425 | 0,013967** | 0,019153** | -0,002799 |
| V1T1 | 0,179933 | 0,213680 | -0,066889 | -0,114832 | 0,043151 | -0,47292** | -0,199233 | -0,561142* | 0,182832 | 0,106602 | -0,31417 |
| Leverage | 0,006346** | 0,014656*** | 0,008240* | 0,008141*** | 0,014492*** | 0,002326 | 0,019385*** | 0,011287*** | 0,007386*** | 0,013434*** | 0,001818 |
| ADR | 0,301969*** | 0,191775 | -0,209585 | 0,199737** | 0,108989 | -0,040992 | -0,285973 | -0,196797 | 0,142354* | 0,083449 | 0,069623 |
| NM | 0,381456 | 1,262637*** | 0,663768** | 0,431663 | 1,314116*** | 0,453365 | 1,158836*** | 1,051459*** | 0,540916** | 1,206381*** | 0,382406 |
| Volatility | -0,207559 | -1,295772*** | 0,505694 | 0,298843 | -1,451144*** | -0,094966 | -1,258910** | 0,171306 | 0,074154 | -1,444426*** | -0,040157 |
| Growth | 0,106415 | 1,060721*** | 0,442563 | 0,097369 | 0,986502*** | 0,545908 | 0,384071 | 0,221003 | 0,120337 | 0,97409*** | 0,290178 |
| ROA | 0,029362*** | 0,011387** | 0,041822*** | 0,030856*** | 0,014000*** | 0,036473*** | 0,012502 | 0,037005*** | 0,021192*** | 0,014664*** | 0,041238*** |
| Size | -0,000278 | -0,033654 | -0,045751 | 0,012865 | -0,023012 | 0,019152 | -0,025908 | -0,025778 | -0,01718 | -0,019438 | -0,03311 |
| R2 | 0,657084 | 0,680996 | 0,829645 | 0,621585 | 0,742526 | 0,861974 | 0,308561 | 0,790441 | 0,76822 | 0,732366 | 0,871845 |
| R2 ajustado | 0,530355 | 0,590712 | 0,784014 | 0,523197 | 0,669656 | 0,825003 | 0,175125 | 0,734309 | 0,682563 | 0,656621 | 0,837518 |
| S.E. of regression | 0,275076 | 0,322983 | 0,466311 | 0,277164 | 0,290167 | 0,419739 | 0,458521 | 0,517193 | 0,22615 | 0,295837 | 0,404451 |
| F-statistic | 6,139790 | 8,561107 | 1,929677 | 6,474579 | 10,748160 | 23,520070 | 4,734938 | 16,706710 | 9,176943 | 10,30751 | 25,74146 |
| Prob (F-statistic) | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 | 0,000001 | 0,000000 | 0,000000 | 0,00004 | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 |

Método: 2SLS

*significativo a 10%

**significativo a 5%

***significativo a 1%

Fonte: Elaboração da autora.

Na tentativa de entender os resultados encontrados para as variáveis de governança, contrários ao exposto pela teoria e anteriormente mencionados neste estudo, rodou-se para os três anos em análise um regressão inserindo as variáveis *D1*, *D2*, *D3* e *D4*. Os resultados encontrados também foram inconsistentes, predominando coeficientes com sinal negativo, principalmente para *D3*. Os coeficientes encontrados para essa variável são negativos e significativos para todo o período de análise. Ainda nesta regressão, os coeficientes de *NM* são todos positivos, apresentando significância estatística. Os resultados são apresentados no Anexo 2.

Ainda com o objetivo de entender os resultados encontrados e que conflitam com os de Leal e Carvalhal da Silva (2005), optou-se por excluir as variáveis de governança do modelo. A análise dos resultados encontrados propiciou o entendimento de que haveria a possibilidade de as *proxies* utilizadas para representar a governança não estarem adequadas. Dessa forma, poderiam estar levando à obtenção de coeficientes que contrariam a teoria.

Levantou-se a hipótese, após a análise dos resultados verificados para a variável *NM*, esses em conformidade com o esperado, de que essa variável poderia ser representativa da governança no país, uma vez que a listagem em si já demanda a adaptação da empresa a uma série de exigências relativas à governança. Esse entendimento é compartilhado por Soares (2003), Carvalho (2003), Silveira, Barros e Famá (2005) e Bridger (2006). A fim de testar essa hipótese, calcularam-se regressões excluindo as variáveis de governança inicialmente utilizadas e incluindo ainda *N1* e *N2*, além de *NM*. Essas duas variáveis representam a listagem nos níveis 1 e 2 de governança corporativa na Bovespa, respectivamente. Não foi possível encontrar resultados para esse modelo para os anos de 2004 e 2005, em função da obtenção de uma matriz singular para os dados. Segundo Greene (2003), esse fato pode acontecer quando existem variáveis binárias no modelo especificado. A recomendação do autor é a

retirada de uma ou mais variáveis *dummy* do modelo. Optou-se por excluir a variável *N1*, representativa do nível mais baixo de listagem entre os diferenciados. Uma vez que Aguiar, Corrar e Batistella (2004) encontraram evidências de que a opção pela listagem no Nível 1 de governança corporativa não afeta o valor de mercado de empresa, acredita-se que essa exclusão não afeta os resultados, já que as exigências para a listagem nos níveis superiores incluem as dos níveis em que os requisitos são menos rígidos. Foram rodadas as regressões excluindo-se as variáveis de governança corporativa e incluindo *N2*, juntamente com as variáveis de *controle*, *propriedade* e *ADR*.

A variável *NM* apresentou sinais positivos e significativos nos três anos analisados, indicando que a opção por esse nível de listagem leva ao aumento do valor de mercado da empresa. Vale ainda ressaltar que esse resultado parece ser consistente, uma vez que essa variável e *ROA* são as únicas que apresentam significância nos três anos analisados. A variável *N2* só apresenta significância no ano de 2005. Entretanto, essa significância é baixa. Ao passar aos coeficientes de determinação, R^2 e R^2 Ajustado, verifica-se que são relativamente mais altos que os encontrados nas regressões em que as variáveis de governança foram utilizadas, mostrando um melhor ajuste do modelo. Os resultados seguem na Tabela 10.

Tabela 10 - 2SLS com NM como variável de governança corporativa

| Q em | | | |
|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 |
| C | 0,501766 | 1,454895 | 2,043685 |
| V1 | -0,006148* | -0,005958 | -0,003153 |
| T1 | 0,013460** | 0,013857* | -0,000475 |
| VIT1 | 0,184616 | 0,025780 | -0,319671 |
| NM | 0,584218** | 1,162386*** | 0,417383** |
| N2 | 0,117056 | 0,173795 | 0,210455* |
| LEV | 0,006748*** | 0,013590*** | 0,004093 |
| ADR | 0,161645** | -0,010081 | -0,070143 |
| VOL | 0,112988 | -1,203203*** | -0,288507 |
| GROWTH | 0,162684 | 0,774743*** | 0,554006 |
| ROA | 0,018102*** | 0,012816** | 0,031490*** |
| SIZE | -0,014039 | -0,023568 | 2,043685 |
| R2 | 0,799270 | 0,640671 | 0,891775 |
| R2 ajustado | 0,718978 | 0,563672 | 0,862787 |
| S.E. of regression | 0,212783 | 0,333481 | 0,371674 |
| F-statistic | 10,14724 | 8,750390 | 31,08838 |
| Prob (F-statistic) | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 |

Método: 2SLS

*significativo a 10%

**significativo a 5%

***significativo a 1%

Fonte: Elaboração da autora.

Na tentativa de validar os resultados e de verificar o impacto da variável *NM* no valor de mercado da empresa, optou-se por fazer regressões incluindo as variáveis de governança e excluindo *NM* e *N2*. Regressões utilizando cada uma das dimensões da governança, o IGC e sua versão reduzida foram efetuadas para cada um dos anos analisados. Os resultados encontrados, em sua grande maioria, mantiveram os sinais negativos nos coeficientes das variáveis de governança e não foram significativos.

Portanto, a Hipótese 1 deste estudo só pode ser parcialmente confirmada, uma vez que verificasse, a para a amostra estudada, que as *proxies* de governança propostas por Leal e Carvalho da Silva (2005) não são adequadas. Entretanto, ao optar pela variável *NM* como representativa da estrutura de

governança das empresas, seu impacto financeiro no valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto pode ser confirmado. Como Carvalho (2003) e Bridger (2006) atestam que a opção pela listagem no novo mercado é uma variável adequada para representar a estrutura de governança corporativa adotada pelas empresas, essa conclusão pode ser embasada por estudos anteriores e, portanto, é válida.

Considerando-se a Hipótese 2, verificou-se que a dimensão *transparência* é a que mais contribui para a estrutura de governança da empresa, a partir das análises do índice de governança corporativa de Leal e Carvalhal da Silva (2005). Entretanto, não é possível relacionar essa dimensão com o valor de mercado da empresa, uma vez que a variável *IGC* mostrou-se inadequada para tal análise.

4.3. Comentários sobre o índice de governança corporativa de Leal e Carvalhal da Silva

Buscaram-se explicações para justificar os resultados que indicaram a não adequação do índice de governança de Leal e Carvalhal da Silva (2005), bem como sua versão reduzida e suas dimensões como variável representativa do nível de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Para isso, as perguntas que formam o *IGC* foram analisadas novamente, com o intuito de encontrar quaisquer indícios que fornecesse essa justificativa, bem como o regulamento do novo mercado.

Constatou-se que, das questões abordadas pelas 24 perguntas que formam o *IGC*, 10 foram contempladas como obrigatórias no *Regulamento do novo mercado*. Isso mostra que 42% das recomendações contempladas no *IGC* são adotadas pelas empresas que optaram pela listagem no novo mercado. Considerando que a média de pontuação encontrada pelo *IGC* nos três anos esteve em torno

de 43%, o fato de a empresa estar listada no novo mercado já cobre a grande maioria das adaptações apresentadas pelas empresas.

Atenção especial deve ser dada às questões **13** e **14** do *IGC*, que tratam da condenação das empresas na CVM. Segundo Leal e Carvalho da Silva (2005) essas perguntas têm o objetivo de verificar se as empresas estão de acordo com a legislação que rege as empresas de capital aberto e com as recomendações da CVM, responsável pelo seu monitoramento. Entretanto, os mesmos autores afirmam que sistema de acompanhamento, monitoramento e julgamento da CVM não é eficaz, não ocorrendo tantas condenações quanto deveria. Dessa forma, conclui-se que a verificação das condenações e punições pela CVM não é um bom determinante do cumprimento da legislação por parte das empresas, pois não traduz efetivamente este fato. Acredita-se, portanto, que as questões **13** e **14** representam informações não acuradas e podem distorcer a variável *IGC*.

A questão **22** também merece atenção. Conforme ressaltado por Andrade e Rossetti (2004), a propriedade, no Brasil, é concentrada e praticamente controlada por famílias. Portanto, a propriedade cruzada não é relevante, uma vez que a concentração verificada já é alta ao se considerar a propriedade direta. A partir dessa evidência, é possível constatar que a questão **22** também é irrelevante e pode trazer viés à medida de governança corporativa representada pelo *IGC* e suas dimensões.

Vale também ressaltar que 2 (questão **17** e **18**) das 24 questões trazem dificuldades de resposta quando se trata de uma empresa listada no novo mercado. Isso porque tratam do conflito entre os proprietários de ações com direito a voto e aqueles com direito ao fluxo de caixa. Esse fato pode também ter contribuído para os resultados contrários à teoria encontrados dada a utilização do *IGC* e suas dimensões como variáveis representativas da governança corporativa. Entretanto, como o número

de empresas listadas no segmento novo mercado aumentou em 800% entre 2003 e 2005, verifica-se a necessidade de reformulação das perguntas de número **17** e **18**.

Vale, ainda, comentar a questão **5**, que leva em consideração a contratação de uma das empresas de auditoria consideradas líderes (PriceWaterCoopers, Coopers &, Lybrand, KPMG, Ernst & Young, Deloitte e Touche & Tohmatsu). Todas as empresas analisadas pontuaram nesta questão nos três anos analisados. Uma vez que a amostra é representativa da capitalização geral do mercado (representou 85% da capitalização total em 2003, 78% em 2004 e 84% em 2005), verifica-se que a contratação de empresas de auditoria de renome é natural para as empresas que representam a grande maioria da capitalização de mercado. Dessa forma, acredita-se que essa questão não seja relevante para a verificação do nível de governança corporativa da empresa, já que não apresenta nenhum diferencial entre as empresas. O Quadro 7 apresenta uma síntese da análise do índice de governança corporativa.

Quadro 7 – Breve análise do índice de governança corporativa

| Questões do índice de governança corporativa de Leal e Carvalhal da Silva (2004) | Cobertas pelo novo mercado | Não compatíveis com o novo mercado | Não relevantes | Comentários |
|---|----------------------------|------------------------------------|----------------|--|
| Questão 1: O relatório anual, o web-site ou algum outro mecanismo de comunicação da empresa inclui informações sobre os conflitos de interesses potenciais, como transações entre partes relacionadas? | X | - | - | - |
| Questão 3: A empresa divulga suas informações e relatórios financeiros obrigatórios por lei até a data obrigatória? | X | - | - | - |
| Questão 4: A empresa divulga informações utilizando padrões de contabilidade internacionais? | X | - | - | - |
| Questão 5: A empresa usa uma das empresas líderes mundiais de auditoria? | - | - | X | • 100% das empresas analisadas pontuaram nesta questão |
| Questão 6: A empresa informa em seu web-site ou relatório anual a remuneração do CEO e dos membros do Conselho de Administração? | X | - | - | - |
| Questão 9: O Conselho de Administração é formado por conselheiros externos e possíveis diretores independentes? | X | - | - | - |
| Questão 12: Existe um Conselho Fiscal permanente? | X | - | - | - |
| Questão 13: A empresa está livre de qualquer processo atual, na CVM, em relação a más práticas de governança corporativas? | - | - | X | • Sistema de acompanhamento e punições da CVM não é eficaz. |
| Questão 14: A empresa está livre de qualquer condenação ou multa aplicada pela CVM em relação a más práticas de governança corporativa ou por qualquer outra violação das leis de valores mobiliários nos últimos cinco anos? | - | - | X | • Sistema de acompanhamento e punições da CVM não é eficaz. |
| Questão 15: A empresa se utiliza a Câmara de arbitragem ao invés dos sistemas legais regulares, no caso de más práticas de Governança corporativa? | X | - | - | - |
| Questão 17: O percentual de ações sem direito a voto em relação ao capital total é menor que 20%? | - | X | - | • Empresas listadas no novo mercado emitem somente ações ordinárias. |

Continuação

| Questões do índice de governança corporativa de Leal e Carvalho da Silva (2004) | Cobertas pelo novo mercado | Não compatíveis com o novo mercado | Não relevantes | Comentários |
|--|-----------------------------------|---|-----------------------|---|
| Questão 18. No caso dos acionistas controladores, a razão entre direitos de fluxo de caixa e os direitos de voto é maior que 1? | - | X | - | <ul style="list-style-type: none"> • Empresas listadas no novo mercado emitem somente ações ordinárias. |
| Questão 20: Os artigos de incorporação cedem direitos de voto adicionais além daqueles exigidos por lei? | X | - | - | - |
| Questão 21: A empresa permite direito de <i>tag-along</i> além daqueles exigidos por lei? | X | - | - | - |
| Questão 22. As estruturas de propriedade piramidais que diminuem a concentração do controle estão presentes? | - | - | X | <ul style="list-style-type: none"> • Propriedade direta já é altamente concentrada (ANDRADE e ROSSETTI, 2004). |
| Questão 24: A parcela de <i>free-float</i> é maior ou igual ao requerido pela Bovespa, para listagem no Nível 1 de Governança corporativa (25%)? | X | - | - | <ul style="list-style-type: none"> • Ponto coberto pela variável novo mercado. |

Fonte: Elaboração da autora.

Pode-se verificar que, das 24 perguntas que compõem o índice de governança corporativa de Leal e Carvalho da Silva (2005), é possível encontrar questionar 16 delas, número que representa 66% do total. Tais questões podem ter levado aos resultados encontrados, contrários à teoria, em função de possíveis vieses e de uma representação não adequada da estrutura de governança corporativa das empresas.

Diante do exposto, verifica-se que, o índice governança corporativa de Leal e Carvalho da Silva (2005) deve ser reavaliado, já que apresenta inconsistências e não retrata reflete as condições de listagem nos níveis diferenciados apresentadas no momento atual, bem como as da realidade brasileira em termos de punições e propriedade acionaria.

Também a partir desta análise, é possível confirmar que a variável novo mercado é representativa da estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras analisadas, já que cobre grande parte das contribuições contidas no índice e não apresenta inconsistências nem é passível de gerar dúvidas no pesquisador. Portanto, verifica-se que, para a amostra analisada, a variável novo mercado é a mais adequada para representar a estrutura de governança corporativa das empresas que compõem a amostra.

5. CONCLUSÃO

A partir da análise dos resultados e da bibliografia estudada, é possível confirmar a hipótese de que a governança corporativa contribui para aumentar, financeiramente, o valor de mercado da empresa - neste caso, representado pelo Q de Tobin. Todavia, verificou-se que as variáveis primeiramente escolhidas para representar a governança corporativa não estavam adequadas, uma vez que proporcionaram resultados inconsistentes e contrastantes com a teoria estudada e com o estudo original de Leal e Carvalhal da Silva (2005).

Nesse sentido, optou-se por adotar outra variável representativa da governança, a *NM*, em função da opção pela listagem no nível novo mercado na Bovespa. Ao optar por essa *proxie* para a governança, os resultados encontrados foram consistentes e significativos, confirmando a contribuição financeira da governança para o incremento do valor de mercado.

Portanto, verificou-se que para a amostra estudada e para o período estudado o índice de governança corporativa proposto por Leal e Carvalhal da Silva (2005), sua versão reduzida e suas dimensões não são *proxies* adequadas para representar o nível de governança corporativa no Brasil. Por outro lado, a governança corporativa pode ser representada pela adesão ao nível novo mercado, cujas exigências elevam de forma considerável o nível de governança corporativa da empresa.

Conforme já ressaltado neste trabalho, Hubbard e Vetter (1991) afirmam que 60% das reaplicações em finanças levam a resultados conflitantes com o estudo original e somente 20% encontram confirmações totais. Segundo os autores, o fracasso em confirmar os resultados do estudo original indica a necessidade de uma investigação mais detalhada sobre o tópico. Resultados

semelhantes também foram encontrados em Hubbard e Armstrong (1994) e Reid, Soley e Wimmer (1981).

Sugere-se como tópicos para outros trabalhos a aplicação deste modelo de análise para anos posteriores a fim de obter um horizonte de análise mais longo quanto se trata das instituições listadas no nível de novo mercado. Outra sugestão consiste em comparar estes resultados com aqueles obtidos por pesquisas semelhantes em países cujos mercados financeiros se encontram em condições semelhantes de desenvolvimento, a fim de verificar as práticas de governança que efetivamente contribuem para o valor de mercado das empresas.

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A; KNOEBER, C. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 31, n.3, 377-397, Set 1996.
- AGUIAR, A; CORRAR, L; BATISTELLA, F. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *RA USP Revista de Administração*, v.39, n.4, p. 338-347, Out-Dez. 2004.
- ANDRADE, A; ROSSETTI, J.P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Ed. Atlas, 2004.
- BARONTINI, R; SICILIANO, G. Equity prices and the risk of expropriation: an analysis of the Italian stock market. ECGI Working paper, 2003. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=443220>>. Acesso em 09.nov.2005.
- BAUER, R; GUENSTER, N; OTTEN, R. Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, v. 5, n.2, 2004, 91-104.
- BECHT,M; BOLTON, P; RÖELL, A. Corporate Governance and Control. ECGI Working Paper, 2002. Disponível em < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461&high=%20becht>. Acesso em 15.fev.2006.
- BEINER, R; DROBETZ, W; SCHMID, M. M; ZIMMERMAN, H. An integrated framework of corporate governance and firm valuation – evidence from Switzerland. ECGI – Finance Working Paper n.34, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=489322>>. Acesso em 09.nov.2005.
- BERLE, A; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. Macmillan: Nova York, 1932.
- BLACK, B; JANG, H; KIM,W. Does corporate governance affect firms' market values: Evidence from Korea. Stanford Law and Economics paper 237, 2005. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=3111275>>. Acesso em 19.nov.2005.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. Dicionário de Finanças, 2006. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 06.mar.06.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 06.mar.06
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. Informe técnico de Dezembro de 2003. Disponível em <<www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 06.mar.06

- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. Informe técnico de Dezembro de 2004. Disponível em <<www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 06.mar.06
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. Informe técnico de Dezembro de 2005. Disponível em <<www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 06.mar.06
- BRIDGER, G. Governança corporativa e os efeitos da adesão a níveis diferenciados de governança corporativa sobre o valor no mercado brasileiro de capitais. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, Linha de Pesquisa: Finanças. Julho de 2006.
- BROWN, L; CAYLOR, M. Corporate governance and firm performance. University of Georgia Working Paper, 2004. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=311275>>. Acesso em 19.nov.2005.
- CARLSSON, R. **Ownership and value creation**: strategic corporate governance in new economy. Chichester: John Wiley, 2001.
- CARVALHAL DA SILVA, A. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. RA USP, v.39, n4, out-dez 2004, p.348-361.
- CARVALHO, A. Os efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa. In: 3º SBFIn, São Paulo, 2003.
- CLAESSENS, S; DJANKOV, S; LANG,L. The separation of ownership and control in east Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, v.58, n.1, 2000, p. 81-112.
- COASE, R. The nature of the firm. *Economica*, n.4, 1937, p.386-405.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança corporativa, 2002. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09.nov.2005
- DADALT, P; DONALDSON, J; GAMER,J. Will any Q do? *Journal of Financial Research*, v.26, n.6, 2003, p. 535-551.
- DEWALD,W; THURSBY, J; ANDERSON, R. Replication in empirical economics: the journal of money, credit and banking project. *American Economic Review*, v.76, n.4, 1986, p.587-603.
- DROBETZ, W; FIX, R. What are the determinants of the Capital Structure? Some evidence from Switzerland. University of Basel Working Paper, n. 04/03, 2003.
- DROBETZ, W;SCHILLHOFER, A; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, v.10, n.2, 2004, p.267-293.
- DURNEV, A; KIM,E. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation. University of Michigan Working Paper, 2002. Ann Arbor Contemporary Corporate Governance Issues Conference. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=318719>>. Acesso em 19.nov.2005

- EINSENBURG, M. Corporate Conduct That Does Not Maximize Shareholder Gain: Legal Conduct, Ethical Conduct, the Penumbra Effect, Reciprocity, the Prisoner's Dilemma, Sheep's Clothing, Social Conduct, and Disclosure. *Stetson Law Review*, n.28, v.1, 1998, p.1-27.
- FAMA, E; FRENCH, K. The Cross-Section of Expected Returns. *The Journal of Finance*. v. XLVII, n. 2, 427-465, Jun. 1992.
- FAMA, E. JENSEN, M. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*. V.XXVI, Jun. 1983.
- FUESS, S. On replication in business and economics research: the QJBE case. *Quarterly Journal of Business and Economics*, v.35, n.2, 1996, p.3-14.
- GOMPERS, P; ISHII, J; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, v.118, n.1, 2003, p.107-155.
- GREENE, W. **Econometric analysis**. New Jersey: Pearson Education, 2003. 1026p.
- GUGLER, K. Org. **Corporate Governance and Economic Performance**. 1ª ed. Oxford University Press: Oxford, 2001, 223p.
- HEIJ,C; BOER, P; FRANCES,P; KLOEK,T; DIJK,H. Econometric methods with applications in business and economics. New YorkÇ Oxford University Press, 2004, 787p.
- HERMALIN, B; WEISBACH, M. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York*, n.9, v.1, 2003, p.7-25.
- HIMMELBERG, C; HUBBARD, R; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v.53, n.XX, 1999,p.353-384.
- HUBBARD, R; VETTER, D. Replications in finance literature: an empirical study. *Journal of Business and Economics*, v.30, n.1, 1991, p.70-81.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GORVERNANÇA CORPORATIVA. Código de Melhores Práticas de Governança corporativa. 3ª versão, 2004. Disponível em <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 09.nov.2005
- JENSEN, M; MECKLING,W. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Owership Structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, 305-360, Out. 1976.
- JOHNSTON, J; DINARDO, J. Econometric Methods. McGrawHill: São Francisco, 1963. 4 ed, 518 p.
- KANE, E. Why journal editors should encourage the replication of applied econometric research. *Quarterly Journal of Business and Economics*, v.23, n.1, 1984, p.3-8.

KLAPPER, L; LOVE, I. Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, v.10. n.5, 2003, p.703-728.

LA PORTA, R; LÓPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, n. 54, v.2, p.471-518, 1999.

LA PORTA, R; LÓPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Law and finance. *The Journal of Political Economy*, v. 106, n.6, 1998, p.1113-1115.

LA PORTA, R; LÓPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1, 2000, p. 3-28.

LA PORTA, R; LÓPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Investor protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, v. 57, n.3, 2002, p.1147-1170.

LEAL, R; CARVALHAL DA SILVA, A. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). Inter-American Development Bank Working Paper, 2005.

MAHER, M; ANDERSSON, T. Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth. Discussion paper. Paris, OECD, 2000.

MARTINS, H.C. Governança corporativa em cenário de mudanças: evidências empíricas das alterações dos atributos papéis e responsabilidades do conselho de administração das empresas brasileiras. Tese de Doutorado. Belo Horizonte, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais. UFMG, 2004.

MITTELSTAEDT, R; ZORN, T. Econometric Replication: Lessons from the Experimental Sciences. *Quarterly Journal of Business and Economics*, v.23, n.1, 1984, p.9-16.

MODIGLIANI, E; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American economic review*, june, 1958.

MORCK, R; SHLEIFER, A; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v.20, p.293-315. 1988.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Relatório oficial sobre Governança corporativa na América Latina. 2003. Disponível em <www.oecd.org>. Acesso em 01.dez.2005.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Os princípios da OECD sobre o governo das Sociedades. 2004. Disponível em <www.oecd.org>. Acesso em 01.dez.2005.

PATEL, S; BALIC, A; BWAKIRA, L. Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, n.3, 2002, p.325-337.

PENROSE, E. **Teoria del crecimiento de la empresa**. Madri: Aguilar, 1962.

PEROBELI, F; BARROS, L; SILVEIRA, A. Fatores determinantes da estrutura de capital: Novas Evidências no Brasil. 5º SBFIn, 2005.

PEROBELLI, F; SILVEIRA, A; BARROS, L.; ROCHA, F. **Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança corporativa: Um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade**. Anais do XXIX Encontro Nacional da ANPAD (ENANPAD), Brasília/DF, 2005.

RABELO, F. Fundos de Pensão, mercados de capitais e *corporate governance*: lições para os mercados emergentes. *Revista de Administração de Empresas*, v. 38, n. 1, p.38-51, Jan-Mar 1998.

REESE, W; WEISBACK, M. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*, v.66, 2002, p-65-104.

REID, L; SOLEY, L; WIMMER, R. Replication in advertising research: 1977, 1978, 1979. *Journal of advertising*, v.10, n.1, 1981, p.3-13.

SECURATO, J.R; SECURATO, J.C. *Uma medida para a avaliação da estrutura de capital da empresa e a governança corporativa – estudo introdutório*. VII Semead, São Paulo, Março, 2003.

SCOTT, J. **Corporate Business and capitalist classes**. Oxford: Oxford University Press, 1997.

SHLEIFER, A; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. LII, n.2, 1997, p.737-783.

SILVEIRA, Alexandre, BARROS, Lucas, FAMÁ, Rubens. *Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico*. VII Semead, São Paulo, Março, 2003.

SILVEIRA, Alexandre, BARROS, Lucas, FAMÁ, Rubens. *Atributos Corporativos, Qualidade da Governança corporativa e valor das Campanhas abertas no Brasil*. 5º SBFIn, São Paulo, 2005

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, BARROS, Lucas Ayres B. de C, FAMÁ, Rubens. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. *In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD*, 27º, 2004. Curitiba: ANPAD, 2004. p.1-16.

SOARES, C. O impacto da Governança corporativa sobre o comportamento do preço de ações no Brasil: O caso do Papel e Celulose, 2000 a 2003. Dissertação de Mestrado, Escola Superior de Agricultura, Universidade de São Paulo, Área de Concentração: Economia aplicada, Dez. 2003.

STIGLITZ, J. Credit markets and control of capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, v.17, n.2, 1985, p.133-153.

Stultz, R. Globalization of equity markets and cost of Capital. SBF/NYSE Conference of Global Equity Markets, 1999.

TURNBULL, S. Corporate Governance: its scope, concerns and theories. *Corporate Governance*, v.5, n. 4, p. 180-205, Out. 1997

WOOLDRIDGE, J. Introductory econometrics: a modern approach. Ohio: Thomson South-Western, 2003. 864p.

ANEXO 1

Questionário aplicado às Empresas Brasileiras - IGC

Cada pergunta corresponde a uma resposta “Sim” ou “Não”. Caso a resposta seja “Sim”, o valor de um ponto é atribuído à questão. Caso contrário, é atribuído o valor 0. O Índice é a soma dos pontos de cada pergunta. O valor máximo do índice é 24. As dimensões do índice são para fins de apresentação e não existe qualquer ponderação entre as questões. Todas as perguntas são respondidas a partir de informações disponíveis publicamente e não através de entrevistas. As fontes de informações são relatórios, documentos, relatórios anuais, websites.

Dimensão: *Transparência*

1. O relatório anual, o web-site ou algum outro mecanismo de comunicação da empresa inclui informações sobre os conflitos de interesses potenciais, como transações entre partes relacionadas? *(Verifica-se se o relatório anual contém uma seção destinada às transações entre partes relacionadas)*
2. A empresa especifica em seu relatório anual ou algum outro mecanismo de comunicação sanções contra a direção ou gerência no caso de violação das práticas de governança corporativa propostas? *(Verifica-se se o relatório da administração inclui alguma sanção)*
3. A empresa divulga suas informações e relatórios financeiros obrigatórios por lei até a data obrigatória? *(Verifica-se se a empresa publica suas informações e relatórios financeiros obrigatórios por lei até 30 de abril de cada ano).*
4. A empresa divulga informações utilizando padrões de contabilidade internacionais? (IASB ou US GAAP)?
5. A empresa usa uma das empresas líderes mundiais de auditoria? *(As empresas consideradas líderes mundiais são PWC, Coopers & Lybrand, KPMG, Ernst & Young, Deloitte, Touche & Tohmatsu)*
6. A empresa informa em seu web-site ou relatório anual a remuneração do CEO e dos membros do Conselho de Administração? *(Verifica-se no relatório IAN obrigatório pela CVM existe alguma informação sobre remuneração, mesmo que não seja individualmente)*

Dimensão: *Práticas do Conselho de Administração*

7. As posições de presidente do Conselho de Administração e a de CEO são ocupadas por pessoas diferentes? *(Verifica-se se o nome do CEO e do Presidente do Conselho de Administração é o mesmo nos relatórios da CVM)*
8. A empresa tem comitês de monitoramento como comitês de remuneração, nomeação ou de auditoria? *(Verifica-se a existência destes comitês no relatório anual).*
9. O Conselho de Administração é formado por conselheiros externos e possíveis diretores independentes? *(Verifica-se se os membros do Conselho são executivos chave da empresa)*

10. O Conselho de Administração tem entre 5 e 9 membros, conforme recomendação do Código de Melhores Práticas do IBGC? *(O tamanho do Conselho é obtido pelos relatórios da CVM)*

11. Os membros do Conselho tem mandato unificado de um ano conforme recomendação do Código de Melhores Práticas do IBGC? *(Verifica-se o mandato do conselheiro no relatório anual)*

12. Existe um Conselho Fiscal permanente? *(Verifica-se se o conselho fiscal é permanente, de acordo com o relatório anual)*

Dimensão: Ética e conflitos de interesse

13. A empresa está livre de qualquer processo atual na CVM em relação a más práticas de Governança corporativas? *(Verifica-se se a empresa está entre aquelas sob investigação no web-site da CVM)*

14. A empresa está livre de qualquer condenação ou multa aplicada pela CVM em relação a más práticas de governança corporativa ou por qualquer outra violação das leis de valores mobiliários nos últimos cinco anos? *(Verifica-se se a empresa encontra-se entre as condenadas ou multadas no web-site da CVM)*

15. A empresa se utiliza a Câmara de Arbitragem ao invés dos sistemas legais regulares, no caso de más práticas de Governança corporativa? *(Verifica-se se a empresa privilegia a Câmara de Arbitragem)*

16. Os acionistas controladores, considerando acordos de acionistas, possuem menos que 50 % das ações com direito a voto? *(Verifica-se o percentual nos relatórios da CVM, considerando 50 % como o limiar para o controle)*

17. O percentual de ações sem direito a voto em relação ao capital total é menor que 20 %? *(Utiliza-se informações contidas nos relatórios da CVM)*

18. No caso dos acionistas controladores, a razão entre direitos de fluxo de caixa e os direitos de voto é maior que 1? *(Conforme procedimento descrito anteriormente, 50 % como o limiar para o controle).*

Dimensão: Direitos dos acionistas

19. Os artigos da incorporação ou ações consolidadas da empresa facilitam o processo de votação para todos os acionistas, além do que é exigido por lei? *(Compara-se com o que existe nos artigos de incorporação e as exigências legais vigentes)*

(Compara-se com o que existe nos artigos de incorporação e as exigências legais vigentes)

21. A empresa permite direito de *tag-along* além daqueles exigidos por lei? *(Compara-se com o que existe nos artigos de incorporação e as exigências legais vigentes – 80% para ações com direito a voto e nenhum direito de tag-along para ações sem direito a voto).*

22. As estruturas de propriedade piramidais que diminuem a concentração do controle estão presentes? *(Utiliza-se as informações anuais para verificar se existe estrutura indireta de propriedade e se elas reduzem a concentração de controle do maior acionista)*
23. Existem acordos de acionistas que diminuem a concentração do controle? *(Utiliza-se as informações anuais para verificar se há algum acordo de acionista e os termos do acordo, para então checar se esses termos reduzem a concentração de controle do maior acionista).*
24. A parcela de *free-float* é maior ou igual ao requerido pela Bovespa, para listagem no Nível 1 de Governança corporativa (25%)? *(Verifica-se nos relatórios da CVM se o free-float declarado é maior ou igual a 25%.*

ANEXO 3

| | Q em | | | | | | | | | | | |
|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| | 2003 (1) | 2004 (2) | 2005 (3) | 2003 (4) | 2004 (5) | 2005 (6) | 2003 (7) | 2004 (8) | 2005 (9) | 2003 (10) | 2004 (11) | 2005(12) |
| Constant | 1,382821 | 2,135604 | -0,336424 | 0,530438 | 1,519769 | 1,429080 | 3,475172 | 3,382561** | 4,202171 | 0,547118 | 1,092873 | 2,036445 |
| D1 | -0,204788* | -0,203998* | 0,434516*** | | | | | | | | | |
| D2 | | | | -0,076825* | -0,070247 | -0,018636 | | | | | | |
| D3 | | | | | | | -0,650583*** | -0,419027** | -0,538597*** | | | |
| D4 | | | | | | | | | | 0,009647 | 0,06225 | 0,157203* |
| CGI | | | | | | | | | | | | |
| CGIR | | | | | | | | | | | | |
| V1 | -0,011117** | -0,010568* | -0,000675 | 0,003686 | -0,004221 | 0,008208 | -0,010868 | -0,012284* | -0,010620 | -0,006045 | -0,007979* | 0,000838 |
| T1 | 0,013790*** | 0,019031** | 0,008868 | -0,001963 | 0,014006** | -0,012739 | 0,001265 | 0,014532 | -0,000425 | 0,013967** | 0,019153** | -0,002799 |
| VIT1 | 0,179933 | 0,213680 | -0,066889 | -0,114832 | 0,043151 | -0,47292** | -0,326584 | -0,199233 | -0,561142* | 0,182832 | 0,106602 | -0,31417 |
| Leverage | 0,006346** | 0,014656*** | 0,008240* | 0,008141*** | 0,014492*** | 0,002326 | 0,008267** | 0,019385*** | 0,011287*** | 0,007386*** | 0,013434*** | 0,001818 |
| ADR | 0,301969*** | 0,191775 | -0,209585 | 0,199737** | 0,108989 | -0,040992 | -0,041968 | -0,285973 | -0,196797 | 0,142354* | 0,083449 | 0,069623 |
| NM | 0,381456 | 1,262637*** | 0,663768** | 0,431663 | 1,314116*** | 0,453365 | 0,605513 | 1,158836*** | 1,051459*** | 0,540916** | 1,206381*** | 0,382406 |
| Volatility | -0,207559 | -1,295772*** | 0,505694 | 0,298843 | -1,451144*** | -0,094966 | 0,53729 | -1,258910** | 0,171306 | 0,074154 | -1,444426*** | -0,040157 |
| Growth | 0,106415 | 1,060721*** | 0,442563 | 0,097369 | 0,986502*** | 0,545908 | -0,071698 | 0,384071 | 0,221003 | 0,120337 | 0,97409*** | 0,290178 |
| ROA | 0,029362*** | 0,011387** | 0,041822*** | 0,030856*** | 0,014000*** | 0,036473*** | 0,025217** | 0,012502 | 0,037005*** | 0,021192*** | 0,014664*** | 0,041238*** |
| Size | -0,000278 | -0,033654 | -0,045751 | 0,012865 | -0,023012 | 0,019152 | -0,008235 | -0,025908 | -0,025778 | -0,01718 | -0,019438 | -0,03311 |
| R2 | 0,657084 | 0,680996 | 0,829645 | 0,621585 | 0,742526 | 0,861974 | -0,000568 | 0,308561 | 0,790441 | 0,76822 | 0,732366 | 0,871845 |
| R2 ajustado | 0,530355 | 0,590712 | 0,784014 | 0,523197 | 0,669656 | 0,825003 | -0,212227 | 0,175125 | 0,734309 | 0,682563 | 0,656621 | 0,837518 |
| S.E. of regression | 0,275076 | 0,322983 | 0,466311 | 0,277164 | 0,290167 | 0,419739 | 0,441936 | 0,458521 | 0,517193 | 0,22615 | 0,295837 | 0,404451 |
| F-statistic | 6,139790 | 8,561107 | 1,929677 | 6,474579 | 10,748160 | 23,520070 | 3,511394 | 4,734938 | 16,706710 | 9,176943 | 10,30751 | 25,74146 |
| Prob (F-statistic) | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 | 0,000001 | 0,000000 | 0,000000 | 0,001016 | 0,00004 | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 | 0,000000 |

Método: 2SLS

*significativo a 10%

**significativo a 5%

***significativo a 1%

ANEXO 4

Regressão 7

| | Q em | | |
|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 |
| Constant | 2,228171** | 2,744854 | 3,092166 |
| D1 | -0,030502 | -0,072868 | 0,272648 |
| D2 | 0,082914 | 0,109519 | -0,125331 |
| D3 | -0,505495*** | -0,402692** | -0,363081** |
| D4 | 0,061936 | 0,084613 | 0,269500** |
| CGI | | | |
| CGIR | | | |
| V1 | -0,007044 | -0,01907** | 0,000386 |
| T1 | 0,00612 | 0,024964** | -0,004267 |
| V1T1 | -0,156838 | -0,016553 | -0,592415** |
| Leverage | 0,010315** | 0,018353*** | 0,005334 |
| ADR | 0,056712 | -0,282715 | -0,156738 |
| NM | 0,561052 | 1,042867*** | 0,930421*** |
| Volatility | 0,435419 | -1,443219** | 0,305838 |
| Growth | -0,222973 | 0,51063 | -0,017797 |
| ROA | 0,029379*** | 0,01346 | 0,040775*** |
| Size | -0,009259 | -0,01679 | -0,058725 |
| R2 | 0,349921 | 0,271174 | 0,837231 |
| R2 ajustado | 0,164185 | 0,082219 | 0,785989 |
| S.E. of regression | 0,366964 | 0,483654 | 0,464175 |
| F-statistic | 3,539978 | 3,349108 | 18,03035 |
| Prob (F-statistic) | 0,000503 | 0,000682 | 0,000000 |

Método: 2SLS

*significativo a 10%

**significativo a 5%

***significativo a 1%

