

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

LAÍSE FERRAZ CORREIA

**UM INDICE DE GOVERNANÇA PARA
EMPRESAS NO BRASIL**

Belo Horizonte

2008

LAÍSE FERRAZ CORREIA

UM INDICE DE GOVERNANÇA PARA EMPRESAS NO BRASIL

Tese apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Administração.

Área de concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral

Co-orientador: Prof. Dr. Pascal Louvet

Belo Horizonte

2008

C824i
2008

Correia, Laíse Ferraz, 1974-
Um índice de governança para empresas no Brasil / Laíse Ferraz
Correia. - 2008.
269 f. : il., enc.

Orientador: Hudson Fernandes Amaral
Co-orientador: Pascal Louvet

Tese (doutorado). Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de
Pós-Graduação e Pesquisas em Administração

1.Gestão de empresas - Teses 2.Finanças - Teses 3.Administração
financeira – Teses 4.Administração - Teses I.Amaral, Hudson
Fernandes II.Louvet, Pascal III.Universidade Federal de Minas Gerais.
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração IV.Título

CDD: 658.4



Universidade Federal de Minas Gerais
Faculdade de Ciências Econômicas
Departamento de Ciências Administrativas
Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração

ATA DA DEFESA DE TESE DE DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO da Senhora **LAISE FERRAZ CORREIA**, REGISTRO Nº 52/2008. No dia 14 de julho de 2008, às 14:00 horas, reuniu-se na Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, a Comissão Examinadora de Tese, indicada pelo Colegiado do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração do CEPEAD, em 06 de junho de 2008, para julgar o trabalho final intitulado "**Um Índice de Governança para Empresas no Brasil**", requisito para a obtenção do **Grau de Doutor em Administração**, linha de pesquisa: **Estratégias Competitivas, Cultura Gerencial Nacional e Internacional**. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral, após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra à candidata para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a argüição pelos examinadores com a respectiva defesa da candidata. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença da candidata e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

APROVAÇÃO;

() APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (NÃO SUPERIOR A 90 NOVENTA DIAS);

() REPROVAÇÃO.

O resultado final foi comunicado publicamente à candidata pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 14 de julho de 2008.

NOMES

Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral
ORIENTADOR (CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Pascal Louvet
Co-orientador (Université Pierre Mendès France/ França)

Prof. Dr. Aureliano Angel Bressan
(CEPEAD/UFMG)

Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo
(Faculdade Novos Horizontes/MG)

Prof. Dr. Antônio Artur de Souza
(CIC/FACE/UFMG)

Prof. Dr. Roberto Moreno Moreira
(IAG/PUC-RJ)

ASSINATURAS

*Aos meus pais e às minhas irmãs,
com carinho.*

AGRADECIMENTOS

Ao longo do curso de doutorado, encontrei muitas pessoas que me auxiliaram e que me encorajaram na tarefa de elaboração desta tese. Agradeço a todos que, de alguma maneira, contribuíram para a sua concretização ou que, simplesmente, torceram por mim.

Especialmente, ao meu orientador, Professor Hudson Fernandes Amaral, não somente pela valiosa orientação, mas também pelo apoio ao longo de todo esse processo. Agradeço-lhe, ainda, por sua amizade, pelos conselhos, pelas nossas discussões sobre a tese, pelos incentivos e pela confiança em minha capacidade de trabalho.

Ao meu co-orientador, Professor Pascal Louvet, pela orientação, pelos ensinamentos e conselhos, pelas nossas discussões sobre a tese, pela avaliação do meu trabalho e pela sua atenção e gentileza. Agradeço-lhe por me receber tão bem em Grenoble e por me oferecer um espaço de trabalho no CERAG, que foi o laboratório onde desenvolvi parte da minha pesquisa durante o estágio de doutorado.

A Robert Iquiapaza, por sua atenção e gentileza, por me apresentar o *software* Stata e por me fornecer o material sobre esse programa econométrico, que se revelou extremamente importante para a análise dos dados da pesquisa.

Aos professores Aureliano Angel Bressan, Alfredo Alves de Oliveira Melo, Antônio Artur de Souza e Roberto Moreno Moreira pela participação na banca examinadora desta tese e, sobretudo, pelas valiosas sugestões.

À CAPES, pelo apoio financeiro.

RESUMO

O objetivo desta tese consistiu em construir um índice de governança de empresas brasileiras. Esse índice foi composto pelos critérios de eficiência de um conjunto de mecanismos de redução dos problemas de agência. Ele foi, em seguida, validado, em uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006. Para desenvolvê-lo, fundamentou-se no arcabouço da teoria da agência, segundo o qual uma governança de qualidade consiste em assegurar aos fornecedores de capital a recuperação do seu investimento. Conseqüentemente, o índice de governança compreende instrumentos de controle e de alinhamento dos interesses de investidores internos e externos à empresa propostos por essa teoria. As cinco dimensões de governança consideradas são: a composição do “Conselho de Administração”, a “estrutura de propriedade e de controle”, as modalidades de “incentivos aos administradores”, a “proteção dos acionistas minoritários” e a “transparência das informações publicadas”. Inicialmente, efetuaram-se análises isoladas dos grupos de indicadores que compuseram essas dimensões, sendo examinados também os seus inter-relacionamentos. Para isso, valeu-se, principalmente, da análise de regressão de dados em painel. Em seguida, obteve-se o índice de governança, mediante a técnica de componentes principais, o que consistiu em calcular a média ponderada de todos os componentes gerados, sendo as ponderações representadas pelas suas respectivas variâncias. A análise do comportamento desse índice revelou uma tendência efetiva de incremento na qualidade da governança das empresas brasileiras ao longo do período estudado. Em termos de validação, o índice de governança foi confrontado com vários indicadores que refletem a confiança dos investidores financeiros quanto à boa governança dos seus recursos pelas empresas. Assim, a liquidez, a cotação e o valor de mercado das ações aumentam significativamente entre os quintis formados em função da progressão do índice, ou seja, esses indicadores de confiança dos investidores são mais elevados à medida que a empresa apresenta uma governança de melhor qualidade. Quanto ao índice *book-to-market*, ele se revelou decrescente entre os quintis, indicando que as companhias com maiores oportunidades de crescimento possuem níveis de governança significativamente superiores. Os dados sugerem, assim, que as ações de companhias bem governadas são mais atrativas aos investidores. Finalmente, analisou-se o relacionamento entre o índice de governança e a performance financeira das empresas, mediante a análise de dados em painel. Os resultados mostraram uma associação positiva e significativa entre o índice de governança e o Q de Tobin, corroborando a hipótese de associação direta entre a valorização de mercado das empresas e a qualidade da sua governança. Melhor ainda, eles revelaram um relacionamento inverso e significativo entre a taxa de retorno ajustada ao risco das ações e o índice de governança. Todas essas relações atestam que a confiança do mercado associa-se fortemente à qualidade da governança expressa pelo índice. De maneira geral, a análise empírica valida em grande parte o índice de governança proposto: os investidores estão dispostos a pagar um preço mais alto pelas ações de empresas bem governadas, certamente porque, nessas circunstâncias, eles esperam ter maiores chances de recuperar seu investimento. A boa governança possui, portanto, um valor para o mercado.

Palavras-chave: Governança corporativa. Teoria da Agência. Performance financeira. Custos de agência.

ABSTRACT

The purpose of this thesis was to develop a governance index for Brazilian companies. This index encompasses a set of mechanisms implemented in firms to reduce agency problems. It was then validated on a sample of companies listed on São Paulo Stock Exchange between 1997 and 2006. To build the governance index we bring into play the agency perspective of corporate governance and by consequence its viewpoint concerning firm's efficiency. In this approach, good governance consists of mechanisms designed to assure suppliers of capital that they will be given back the return on their investment. Thus, the corporate governance index comprises control and alignment mechanisms that are put into practice in order to align managers and shareholders' interests or the ones of majority and minority shareholders, which are pointed out by agency theory and her empirical evidence. The five governance dimensions considered are board of directors' composition, ownership structure, manager's compensation, protection of minority shareholders, and transparency (disclosure). In carrying on the empirical analysis, we first analyzed each dimension in isolation and taking their interrelations into account in a panel data framework as well. Second, we developed the quality of governance index by means of the principal components multivariate technique. Actually, the index was constructed as a weighted average of all components generated in this procedure, where the weights are given by their respective variances (eigenvalues). The analysis of our index exhibited an effective accrue in the governance levels of the analyzed Brazilian companies. In terms of external validation, the index was faced to indicators of the financial investors' trust on a company. The results revealed that stock liquidity, stock price, and market capitalization increase significantly through the governance index quintiles built in ascending order of governance quality. In his own way, the book-to-market ratio decreases through the governance index quintiles, implying that growing firms have better governance levels. In general, the analysis showed that stocks from better governed firms are more attractive to investors. Finally, we carried out a panel data analysis of the relationship between firm's financial performance and the corporate governance index. We find a positive and significant relationship between Tobin's Q and the quality of governance index. Therefore, we find support for the hypothesis of a positive link between good governance and firm value. Better, we also document an inverse relationship between the corporate governance index and the risk-adjusted stock return, suggesting that investors require a higher rate of return from firms which present worse governance levels. All of these relationships give evidence that financial investors' trust on a company strongly relates to the governance quality expressed by the index. Therefore, the empirical analysis validates in a great measure the corporate governance index proposed. Investors are ready to pay higher prices to stocks from better governed companies, mainly because the likelihood of getting their investment back is higher under these circumstances. Lastly, we conclude from the empirical evidence reported in this thesis that good governance has a value to the market.

Keywords: Corporate governance. Agency Theory. Financial performance. Agency costs.

RÉSUMÉ

L'objectif de cette thèse consiste à construire un indice de qualité de la gouvernance des entreprises brésiliennes. Cet indice se compose des critères d'efficacité d'un ensemble de mécanismes de réduction des problèmes d'agence ; il a ensuite été validé sur un échantillon d'entreprises cotées à la Bourse de São Paulo entre 1997 et 2006. Pour ce faire, on s'est appuyé sur l'approche par la théorie de l'agence selon laquelle une bonne gouvernance consiste à assurer aux apporteurs des capitaux la récupération de leur investissement. En conséquence, l'indice s'est composé d'instruments de contrôle et d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires évoqués par cette théorie. Les cinq dimensions de la gouvernance considérées sont la composition du conseil d'administration, la structure de propriété et de contrôle, les modalités de rémunération des dirigeants (programmes incitatifs), la protection des investisseurs minoritaires et la transparence des informations publiées. D'abord, on a examiné chacune de ces dimensions non seulement d'une façon isolée, mais aussi en prenant en compte leur interdépendance. Ensuite, on a construit l'indice de gouvernance en utilisant une méthode qui consiste à effectuer l'analyse en composantes principales sur l'ensemble des variables de gouvernance, retenir toutes les composantes et faire une moyenne proportionnelle entre elles où les poids découlent de leurs variances. Les résultats montrent qu'il y a eu une tendance à l'accroissement de la qualité de gouvernance des entreprises brésiliennes sur la période étudiée. En termes de validation, la mesure de l'indice a été confrontée à plusieurs indicateurs de la confiance des investisseurs financiers quant à la bonne gouvernance de leurs fonds par les entreprises. Ainsi, la liquidité, le cours de l'action et la capitalisation boursière est d'autant plus grande que l'entreprise affiche un bon indice de gouvernance. Le ratio book-to-market, quant à lui, est plus faible, ce qui suggère que les entreprises à fortes opportunités de croissance ont des niveaux de gouvernance significativement plus élevés. Enfin, les résultats font paraître que les actions des entreprises bien gouvernées sont plus attractives aux investisseurs. En dernière analyse, on a étudié la liaison entre la qualité de la gouvernance et la performance financière des entreprises par le moyen de la régression sur données de panel. Les résultats révèlent une association positive et significative entre l'indice de gouvernance et le Q de Tobin, ce qui corrobore l'hypothèse d'association positive entre la qualité de la gouvernance et la valeur de marché des entreprises. Mieux encore, ils attestent d'une relation inverse entre l'indice de gouvernance et le taux de rentabilité ajustée au risque des actions. Toutes ces relations témoignent de ce que la confiance du marché est fortement liée à la qualité de gouvernance exprimée par l'indice. Au total, l'analyse empirique valide en grande partie l'indice de gouvernance proposé : les investisseurs sont prêts à payer un prix plus élevé pour les titres des entreprises bien gouvernées, certainement parce que, dans ce cas, ils espèrent avoir plus de chances de récupérer leur investissement. La bonne gouvernance a donc un prix pour le marché.

Mots-clés: Gouvernance d'entreprise. Théorie de l'agence. Performance financière. Coût d'agence.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Governança corporativa e o modelo do balanço patrimonial da firma.....	36
Figura 2	Governança corporativa: além do modelo do balanço patrimonial.....	38
Figura 3	Blocos constitutivos da teoria integrada das organizações – teoria positiva da agência.....	50
Figura 4	Ilustração do fenômeno de equilíbrio e do fenômeno fora de equilíbrio no relacionamento entre a performance da firma e as características do Conselho de Administração.....	64
Figura 5	Modelo teórico da pesquisa.....	123
Figura 6	Modelo empírico da pesquisa.....	150

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Indicadores de controle dos problemas de agência utilizados no cálculo do índice de governança corporativa.....	149
----------	---	-----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Estatísticas descritivas das variáveis de composição do Conselho de Administração.....	188
Tabela 2	Evolução do tamanho médio dos Conselhos de Administração ao longo do período analisado.....	189
Tabela 3	Evolução do percentual médio de conselheiros independentes nos Conselhos de Administração ao longo do período analisado.....	190
Tabela 4	Determinantes da presença de conselheiros independentes.....	192
Tabela 5	Determinantes do percentual de membros independentes nos Conselhos de Administração.....	193
Tabela 6	Determinantes da separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração.....	195
Tabela 7	Determinantes do tamanho dos Conselhos de Administração.....	197
Tabela 8	Estatísticas descritivas da estrutura de propriedade e de controle das empresas.....	198
Tabela 9	Evolução do percentual total de ações mantidas pelos cinco maiores acionistas.....	199
Tabela 10	Percentuais médios de capital mantidos em poder do público.....	200
Tabela 11	Percentuais médios de ações em circulação (<i>free-float</i>) em relação ao tipo de controle acionário da empresa.....	202
Tabela 12	Teste de médias do capital dos maiores acionistas, segundo os critérios ADR e vantagens dos acionistas preferenciais.....	204
Tabela 13	Teste de médias do <i>free-float</i> das ações em função do nível de dividendos distribuídos.....	204
Tabela 14	Determinantes dos percentuais de capital dos cinco maiores acionistas.....	206
Tabela 15	Estatísticas descritivas das variáveis de remuneração dos administradores.....	207
Tabela 16	Teste de médias da remuneração dos administradores, segundo variáveis de eficiência dos Conselhos de Administração.....	208
Tabela 17	Teste de médias dos percentuais de conselheiros independentes e da natureza da propriedade e do controle, segundo a participação dos administradores nos lucros.....	208
Tabela 18	Determinantes da variação nos níveis de remuneração dos administradores.....	210
Tabela 19	Determinantes do nível de remuneração total dos administradores.....	212
Tabela 20	Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função das vantagens econômicas atribuídas às suas ações preferenciais.....	213
Tabela 21	Estatísticas descritivas de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função dos benefícios atribuídos às ações preferenciais.....	214

Tabela 22	Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função da prioridade no reembolso de capital.....	216
Tabela 23	Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função do direito de voto.....	217
Tabela 24	Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função do direito de eleger membros do Conselho de Administração.....	218
Tabela 25	Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função da negociação nas bolsas norte-americanas.....	219
Tabela 26	Estatísticas descritivas das variáveis de transparência contábil.....	220
Tabela 27	Determinantes do indicador de transparência contábil (<i>earnings management</i>).....	221
Tabela 28	Determinantes da transparência dos lucros publicados TRANSP4.....	223
Tabela 29	Determinantes da frequência de comunicação ao mercado.....	225
Tabela 30	Importância relativa dos indicadores que compõem o índice de governança das empresas (IQG).....	227
Tabela 31	Participação relativa das dimensões de governança no índice IQG.....	228
Tabela 32	Evolução do índice de qualidade da governança (IQG_PAD) ao longo do período analisado.....	228
Tabela 33	Estatísticas descritivas do índice IQG_PAD em relação aos setores de atividade.....	229
Tabela 34	Estatísticas descritivas do índice IQG_PAD em relação à identidade do acionista controlador direto.....	230
Tabela 35	Estatísticas descritivas do índice IQG_PAD em relação às vantagens atribuídas às ações preferenciais.....	231
Tabela 36	Teste de médias de liquidez, cotação, valor de mercado e índice <i>book-to-market</i> das ações, segundo os níveis de governança.....	232
Tabela 37	Estatísticas descritivas das variáveis de liquidez, cotação, valor de mercado e índice <i>book-to-market</i> das ações, segundo os níveis de governança.....	234
Tabela 38	Relacionamento entre o índice de governança IQG_PAD e o Q de Tobin.....	237
Tabela 39	Relacionamento entre o índice de governança IIP_GOV_PAD e o Q de Tobin.....	239
Tabela 40	Relacionamento entre o índice de governança IQG_PAD e a taxa de retorno ajustada ao risco.....	242
Tabela 41	Relacionamento entre o índice de governança IIP_GOV_PAD e a taxa de retorno ajustada ao risco.....	244
Tabela 42	Relacionamento entre o índice de governança IQG_PAD e a performance contábil.....	247
Tabela 43	Relacionamento entre o índice de governança IIP_GOV_PAD e a performance contábil.....	249

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	15
2	A PROBLEMÁTICA DA PESQUISA.....	23
3	REVISÃO DA LITERATURA.....	30
3.1	Contexto histórico em que surgiu a governança corporativa.....	30
3.2	O conceito de governança corporativa.....	34
3.3	A perspectiva contratual da teoria da agência e a eficiência organizacional....	39
4	A QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: EFICIÊNCIA DOS MECANISMOS DE CONTROLE DOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA.....	51
4.1	Os mecanismos de governança corporativa.....	52
4.1.1	Conselho de Administração.....	52
4.1.1.1	O tamanho do Conselho de Administração.....	54
4.1.1.2	A composição do Conselho de Administração.....	60
4.1.2	Estrutura de propriedade e de controle.....	72
4.1.2.1	A concentração da propriedade e a natureza dos acionistas.....	73
4.1.3	Incentivos aos administradores (contratos de compensação).....	84
4.1.4	Proteção dos acionistas minoritários.....	96
4.1.5	Transparência das informações publicadas.....	114
4.2	Modelo teórico da pesquisa.....	122
5	METODOLOGIA.....	124
5.1	“Estratégia”.....	124
5.2	Tipo de pesquisa.....	124
5.3	Amostra e dados.....	125
5.4	Variáveis analisadas.....	126
5.4.1	Variáveis dependentes – Medidas de performance financeira.....	127
5.4.1.1	Valorização de mercado da firma – Q de Tobin.....	127
5.4.1.2	Rentabilidade de mercado das ações.....	128
5.4.1.3	Medidas contábeis de rentabilidade.....	129
5.4.2	Variáveis independentes.....	130
5.4.2.1	Indicadores de qualidade da governança.....	130
5.4.2.1.1	Variáveis do Conselho de Administração.....	131
5.4.2.1.2	Variáveis de estrutura de propriedade e de controle.....	132

5.4.2.1.3	Variáveis de incentivos aos administradores (remuneração).....	137
5.4.2.1.4	Variáveis de proteção dos acionistas minoritários.....	139
5.4.2.1.5	Variáveis de transparência das informações publicadas.....	141
5.4.2.2	Variáveis de controle.....	145
5.5	Modelo empírico da pesquisa.....	148
5.6	Método de análise dos dados.....	151
5.6.1	Método de construção do índice de governança.....	152
5.6.1.1	Índice de qualidade da governança (IQG).....	152
5.6.1.2	Índice de qualidade da governança igualmente ponderado (IIP_GOV).....	156
5.6.2	Modelo de regressão de dados em painel.....	157
5.6.2.1	O modelo de efeitos fixos.....	158
5.6.2.2	O modelo de efeitos aleatórios.....	159
5.6.2.3	Teste de Hausman.....	159
5.6.2.4	Testes de heteroscedasticidade e autocorrelação.....	160
5.6.2.5	Modelo de variáveis instrumentais e momentos generalizados: estimadores em presença de endogeneidade.....	162
5.6.2.6	Modelo de momentos generalizados em painel dinâmico.....	165
5.6.2.7	Modelos de variáveis dependentes qualitativas.....	168
5.6.3	Análise dos indicadores de governança e suas inter-relações.....	170
5.6.3.1	Análise das características dos Conselhos de Administração e dos determinantes da sua eficiência.....	170
5.6.3.1.1	Variáveis dependentes.....	171
5.6.3.1.2	Variáveis independentes.....	171
5.6.3.1.3	Variáveis de controle.....	172
5.6.3.1.4	Modelos estimados.....	172
5.6.3.2	Análise das características e dos determinantes da estrutura de propriedade...	173
5.6.3.2.1	Variáveis dependentes.....	174
5.6.3.2.2	Variáveis independentes.....	174
5.6.3.2.3	Variáveis de controle.....	174
5.6.3.2.4	Modelos estimados.....	175
5.6.3.3	Análise das características e dos determinantes dos incentivos aos administradores.....	175
5.6.3.3.1	Variáveis dependentes.....	176

5.6.3.3.2	Variáveis independentes.....	176
5.6.3.3.3	Variáveis de controle.....	177
5.6.3.3.4	Modelos estimados.....	177
5.6.3.4	Análise das variáveis de proteção dos acionistas minoritários.....	179
5.6.3.4.1	Variáveis dependentes.....	179
5.6.3.4.2	Variáveis independentes.....	179
5.6.3.5	Análise dos determinantes da transparência das informações publicadas.....	180
5.6.3.5.1	Variáveis dependentes.....	180
5.6.3.5.2	Variáveis independentes.....	180
5.6.3.5.3	Variáveis de controle.....	181
5.6.3.5.4	Modelos estimados.....	181
5.6.4	Análise e validação do índice de qualidade da governança das empresas.....	183
5.6.4.1	Validação externa do índice de governança: confronto com indicadores de mercado.....	184
5.6.4.1.1	Variáveis dependentes.....	184
5.6.4.1.2	Variável independente.....	184
5.6.4.2	Validação externa do índice de governança: análise do relacionamento com a performance financeira das empresas.....	185
5.6.4.2.1	Modelos estimados.....	185
6	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	187
6.1	Os mecanismos de governança e suas inter-relações.....	187
6.1.1	Conselho de Administração.....	187
6.1.1.1	Estatísticas descritivas.....	187
6.1.1.2	Determinantes das variáveis do conselho de administração.....	191
6.1.2	Estrutura de propriedade e de controle.....	198
6.1.2.1	Estatísticas descritivas.....	198
6.1.2.2	Determinantes da estrutura de propriedade e de controle.....	202
6.1.3	Incentivos aos administradores (remuneração).....	207
6.1.3.1	Estatísticas descritivas.....	207
6.1.3.2	Determinantes dos incentivos aos administradores (remuneração).....	209
6.1.4	Proteção dos acionistas minoritários.....	213
6.1.4.1	Análise das vantagens econômicas atribuídas às ações preferenciais.....	213
6.1.4.2	Análise das vantagens políticas atribuídas às ações preferenciais.....	216

6.1.4.3	Análise de indicadores de mercado das empresas segundo a negociação de ADRs em bolsas norte-americanas.....	218
6.1.5	Transparência das informações publicadas.....	219
6.1.5.1	Determinantes da transparência das informações contábeis.....	219
6.1.5.2	Determinantes da transparência dos lucros publicados (medida de mercado)..	222
6.1.5.3	Determinantes da comunicação financeira: frequência de divulgação.....	224
6.2	O índice de qualidade da governança das empresas (IQG).....	226
6.2.1	Análise do comportamento do índice de governança.....	226
6.2.2	Validação externa do índice de governança.....	231
6.2.2.1	Análise do relacionamento entre o índice de governança e a performance financeira das empresas.....	235
6.2.2.1.1	Análise do relacionamento entre o índice de governança e o Q de Tobin.....	235
6.2.2.1.2	Análise do relacionamento entre o índice de governança e a taxa de retorno ajustada ao risco das ações.....	240
6.2.3	Análise do relacionamento entre o índice de governança e a performance operacional das empresas.....	245
7	CONCLUSÃO.....	250
	REFERÊNCIAS.....	257
	ANEXO.....	269

1 INTRODUÇÃO

As empresas buscam, constantemente, melhorar a sua eficiência e competitividade. Uma das variáveis determinantes de seu desenvolvimento é o acesso a fontes alternativas de capital, necessárias para suprir as exigências de recursos que efetivem os investimentos produtivos. Para obter esses recursos nos mercados de capitais, é cada vez mais importante que as empresas sejam geridas em conformidade com os padrões que caracterizam uma governança de qualidade. Em tese, a eficiência desse mecanismo aumentaria a proteção dos interesses dos investidores contra a possibilidade de oportunismo daqueles que controlam a companhia, assegurando, assim, o retorno do seu investimento.

A teoria de contratos ajuda a explicar a existência e a eficiência das organizações, compondo-se com a teoria dos custos de transação, a dos direitos de propriedade e a da agência. Sob essa ótica, as firmas são umnexo de contratos. Isto é, elas constituem centros contratantes, que são encarregados de gerenciar um conjunto de contratos necessários à produção (CHARREAUX, 2002).

Segundo esse autor, a assimetria de informação e o conflito de interesses entre os atores econômicos fazem com que a gestão espontânea de todos os contratos pelo mercado, por meio do mecanismo de preços, tenha um maior custo e, por conseguinte, não permita que as melhores oportunidades de investimento sejam exploradas. Dessa forma, alguns contratos são mais bem realizados sob o monitoramento da firma, o que justifica o surgimento dessa entidade. Ou seja, a firma existe porque ela permite reduzir a perda de eficiência gerada pela divergência de objetivos entre os indivíduos.¹

A administração financeira é concebida sob esse arcabouço teórico, sendo a firma definida como um conjunto de contratos que constitui uma sociedade, geralmente dividida por ações, cujo propósito consiste em maximizar a riqueza dos seus proprietários. Esse tipo de organização distingue-se por relações contratuais entre pessoas que têm, geralmente, interesses, motivações e objetivos conflitantes.² A explicação para tais divergências é que a gestão da firma está, normalmente, dissociada da sua propriedade – ou seja, nem sempre são os seus próprios acionistas que a governam.

¹ Para uma leitura sobre o porquê da existência das firmas, ver Coase (1937) e Williamson (1975).

² Essa é a definição de administração financeira de Ross, Westerfield e Jaffe (1995).

Nesse caso, em que há a separação entre a propriedade e a administração, a teoria da agência demonstra que vários conflitos de interesses entre as partes envolvidas emergem. Essa teoria também apregoa que as divergências entre um principal (titular) e o agente têm origem no fato de que ambas as partes desejam maximizar os seus benefícios. Ou seja, tanto a parte contratante quanto a contratada maximizam as suas utilidades individuais.³

Essa abordagem está intrinsecamente associada à concepção legal de propriedade e reconhece como proprietários os acionistas, que são detentores de direitos residuais e suportam o risco inerente à atividade empresarial. Esse enfoque considera que dirigentes e acionistas são ambos maximizadores de utilidade. Por conseguinte, há um conflito entre as utilidades individuais dessas partes. Isto é, os objetivos de dirigentes de companhias estão freqüentemente em conflito com os dos acionistas, que são os proprietários da empresa.

Sob essa ótica, o principal pode, no entanto, proteger os seus interesses por meio do estabelecimento de incentivos ao agente nos contratos firmados entre eles, podendo, também, realizar atividades de monitoramento. Todavia, é impossível assegurar que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal sem que haja custos para ambas as partes. Assim, na maioria dos relacionamentos de agência, o principal e o agente incorrerão em custos de monitoramento e comprometimento (*bonding costs*), monetários ou não-monetários, e haverá, ainda, divergências entre as decisões dos agentes e aquelas que maximizariam plenamente o bem-estar do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em contextos como o brasileiro, em que há forte concentração da propriedade e do controle das empresas, como demonstrado por Valadares e Leal (2000), Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) e Aldrighi e Neto (2005), os conflitos de agência ocorrem principalmente entre acionistas controladores e minoritários, sobretudo preferencialistas. Essa concentração de controle resulta, essencialmente, da violação da regra “uma ação um voto” gerada pela possibilidade de serem emitidas ações preferenciais sem direito a voto. Nas empresas brasileiras há, por conseguinte, diferentes categorias de acionistas cujos interesses são distintos.

A finalidade principal dos mecanismos de controle dos problemas de agência é, portanto, resolver os conflitos de interesses entre os agentes interessados na empresa, proporcionando uma estrutura de governança de qualidade. Assim, o alvo da governança corporativa,

³ Uma leitura sobre os principais aspectos da teoria da agência pode ser feita em Eisenhardt (1989), Charreaux (1998, 1999, 200b) e Jensen (1998).

concebida sob esse arcabouço teórico, são os mecanismos que permitem alinhar os objetivos dos dirigentes aos dos acionistas ou, de forma mais generalizada, dos investidores internos e externos à firma, de modo a assegurar a recuperação do investimento.

A intenção dos mecanismos de governança da empresa é, portanto, reduzir tais conflitos, o que significa resguardar os interesses dos acionistas ao instalar um controle mais estreito dos dirigentes. Para reduzir os problemas de agência e, por consequência, melhorar a performance financeira, as companhias podem, em função de suas características e interesses, valer-se, alternativamente, de um ou mais atributos de governança. Isso significa que no caso de ineficiência de um mecanismo outros poderão ser implementados em maior ou menor intensidade. Isto é, eles não adquirem, necessariamente, igual relevância em um determinado contexto. Por conseguinte, é importante entender o papel dos mecanismos que compõem a estrutura de governança das empresas – ou melhor, quais deles são realmente efetivos em contextos como brasileiro.

Nesta tese, argumenta-se, principalmente, que a qualidade da estrutura de governança das empresas inspira a confiança do mercado, isto é, ela proporciona aos acionistas e atores financeiros a segurança de que os seus interesses serão preservados. Para construir esse argumento, fundamentou-se no modelo de governança cuja base teórica é construída a partir da análise proposta por Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983a, 1983b) e Jensen (1993), que se inspira na teoria dos direitos de propriedade de Alchian e Demsetz (1972).

O conceito de governança corporativa adotado neste estudo foi o de Shleifer e Vishny (1997), que a definem como mecanismos mediante os quais os fornecedores de capital da empresa asseguram o retorno sobre o investimento que realizaram. Também foi contemplado o da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), que centra atenção maior nos acionistas, no direito de voto, na publicação de informações, na proteção dos acionistas minoritários e nas responsabilidades do Conselho de Administração.

O que se pretendeu ao desenvolver este trabalho foi construir um índice de qualidade da governança das empresas brasileiras, entendida como a eficiência dos seus mecanismos constitutivos na redução dos conflitos de interesses entre os investidores internos e os externos. O intuito foi não apenas construir, mas também validar esse índice por meio da sua confrontação com indicadores de confiança do mercado como a performance financeira. Visou-se, assim, compor uma medida multidimensional pertinente, que integrasse diversos

instrumentos de controle dos problemas de agência, sendo esse *score* formado com base em atributos fundamentados na teoria da agência e na evidência empírica sobre esse tema.

Os índices compostos como o proposto neste trabalho são medidas com implicações práticas importantes, na medida em que fornecem, de forma relativamente simples, a representação de um fenômeno complexo. Esse tipo de indicador tem, assim, a vantagem de agregar as diferentes dimensões representativas de um conceito que não pode ser observado diretamente.

Neste estudo, entende-se que a qualidade da governança é um conceito determinado pela combinação e interação de diversos domínios de controle dos problemas de agência, isto é, ela compõe-se de instrumentos de monitoramento e de alinhamento dos interesses de investidores internos e externos à empresa. Dessa forma, nenhuma das dimensões isoladas é capaz de traduzir a qualidade da governança, haja vista o seu caráter multifacetado e inter-relacionado. Ou seja, a variável que se pretende mensurar é determinada pela agregação e interação de diversos indicadores que representam mecanismos de redução dos problemas de agência existentes nas empresas.

Como mencionado, o escopo desta pesquisa consistiu em proporcionar um índice composto de critérios de eficiência de um conjunto de mecanismos de governança evocados pela teoria da agência. Esse indicador focaliza nos fatores que podem afetar a qualidade da governança das empresas, mediante a identificação das dimensões mais pertinentes no controle dos problemas de agência, no contexto brasileiro. Visou-se, assim, fornecer uma contribuição ao conhecimento nessa área, mediante a proposição de um indicador capaz de refletir a importância relativa de cada um dos mecanismos que compõem a estrutura de governança das nossas empresas – isto é, buscou-se entender quais atributos de governança desempenham um papel efetivo no contexto brasileiro.

Posto isso, um índice de governança não apenas apresenta a vantagem de simplificar esse constructo multidimensional, mas constitui, principalmente, um instrumento de avaliação e, por conseqüência, de melhoria dos níveis de governança das empresas. Isto é, a existência de uma medida relativamente rápida de indicação da qualidade da governança tem o potencial de motivar as empresas a ajustarem os seus mecanismos de governabilidade, de modo a melhor satisfazer os investidores, que são os seus fornecedores de capital.

Os aspectos-chave para a construção desse índice foram: como definir a variável qualidade da governança; como traduzir esse conceito em uma medida, ou seja, como capturar (medir) essa variável; quais dimensões da governança considerar; e como essas dimensões se inter-relacionam. Tendo em vista esses aspectos, a estrutura teórica foi crucial para o desenvolvimento do índice aqui proposto.

A partir do enfoque dos teóricos da agência, segundo o qual uma governança de qualidade consiste em assegurar aos fornecedores de capital o retorno do seu investimento, e dos estudos desenvolvidos nessa perspectiva, foram selecionadas as dimensões constitutivas do índice e os indicadores representativos de cada uma delas. As proposições da teoria da agência e a evidência empírica, apresentadas e discutidas no capítulo quatro desta tese, constituíram o fundamento para a seleção das dimensões “composição do Conselho de Administração”, “estrutura de propriedade e de controle”, “modalidades de incentivos aos administradores”, “proteção dos acionistas minoritários” e “transparência das informações publicadas”. O intuito foi captar a eficiência de cada um desses domínios da governança no controle dos problemas de agência.

Os indicadores de eficiência dessas dimensões constituíram, então, as *proxies* da variável “qualidade da governança”, que não pode ser observada diretamente. Baseando-se nas proposições discutidas no capítulo quatro, foram escolhidas as variáveis representativas de cada uma das cinco dimensões de governança selecionadas. Isto é, obtiveram-se os indicadores representativos dos critérios de eficiência na redução dos problemas de agência, que compuseram o índice de governança. Na seção 5.4 do capítulo cinco apresentam-se as medidas e os métodos empregados para a sua operacionalização.

Anteriormente à composição do índice de governança, efetuou-se uma análise compreensiva das suas cinco dimensões constitutivas, sendo encontradas evidências de interdependência, conforme resultados apresentados e discutidos na seção 6.1. Tendo em vista as interligações entre as dimensões de governança, uma metodologia adequada para a construção do índice que as engloba e sintetiza seria aquela capaz de captá-las.

Um dos eixos centrais desta tese é a suposição de que os mecanismos de controle dos problemas de agência propostos pela teoria assumem importâncias distintas, haja vista as características do contexto brasileiro, marcado pela elevada concentração de capital e do controle e pela divergência de interesses entre acionistas majoritários e minoritários,

sobretudo preferencialistas. Para obter o índice de governança, fez-se necessário o emprego de um método de estabelecimento de pesos, os quais refletissem a importância relativa de cada indicador, e que considerasse as inter-relações entre as dimensões. Utilizou-se a análise de componentes principais, apresentada na seção 5.6.1, como técnica de ponderação dos indicadores de governança reunidos no índice, sendo os pesos dados pelas variâncias proporcionais dessas variáveis.

Com base nas informações contidas nos dados das empresas da amostra analisada, essa técnica da estatística multivariada permitiu estabelecer quais os indicadores mais contribuem, ou seja, que têm uma maior parcela, na variável “qualidade da governança”. O índice de governança foi, então, calculado como a soma ponderada dos indicadores selecionados com base nas proposições da teoria da agência, sendo os pesos decorrentes das suas variabilidades, conforme a metodologia de Nagar e Basu (2002). Assim, as variáveis das cinco dimensões inter-relacionadas de governança foram agregadas em uma única medida, que foi, em seguida, validada por meio da confrontação com a performance financeira das empresas, entre outros validadores. O modelo empírico da pesquisa, ilustrado pela figura 6 (pág. 150), resume os principais relacionamentos analisados.

Conforme discutido, na perspectiva da teoria da agência uma governança de qualidade é aquela que inspira a confiança dos fornecedores de capital. Um índice de governança será pertinente, portanto, à medida que um maior nível de governança corporativa por ele expresso ajude, efetivamente, a explicar a maior confiança dos atores financeiros quanto à boa gestão dos seus fundos pela empresa.

Em termos de validação externa, o índice de qualidade da governança (IQG) foi confrontado com um conjunto de indicadores que traduzem a confiança dos investidores financeiros em relação à empresa. Procedeu-se, inicialmente, à comparação das médias da liquidez e cotação das ações em bolsa, do valor de mercado e do índice *book-to-market* das empresas agrupadas em função dos seus níveis de governança expressos pelo índice IQG.

Constatou-se que a liquidez, a cotação e o valor de mercado são significativamente mais elevados nos grupos que apresentam níveis de governança superiores. Quanto ao índice *book-to-market*, ele revelou-se significativamente inferior para o grupo com elevados padrões de governança, sugerindo que as companhias com maiores oportunidades de crescimento apresentam melhor governança. Em resumo, todos esses resultados testificam que as empresas

melhor governadas, ou seja, que apresentam valores mais elevados do índice de governança, são mais atrativas aos investidores. Assim, eles validam em grande parte o índice proposto.

Em seguida, estudou-se, por meio da análise de dados em painel, o relacionamento entre o índice de governança e as variáveis de performance financeira das empresas “Q de Tobin” e “taxa de retorno ajustada ao risco”. Pressupôs-se que a qualidade da governança, que consiste em preservar os interesses dos acionistas e investidores financeiros, seja positivamente associada à valorização de mercado da firma. Ou seja, esperava-se encontrar uma ligação direta entre o índice de governança e o Q de Tobin. Outrossim, presumiu-se que os investidores estejam dispostos a pagar um preço mais alto pelas ações de companhias bem governadas, já que nessas circunstâncias a probabilidade de recuperar o investimento é maior. Quer dizer, esperava-se encontrar um relacionamento inverso entre o índice de governança e a taxa de retorno ajustada ao risco.

De maneira geral, corroboraram-se essas suposições, pois os resultados da análise revelaram um efeito positivo da boa governança sobre a valorização de mercado das empresas. Observou-se uma associação direta e significativa entre o Q de Tobin e o índice de governança de companhias negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006. Igualmente, os resultados revelaram uma relação inversa e significativa entre a taxa de retorno ajustada ao risco das ações e o índice de governança das companhias analisadas nesse período, sugerindo que os investidores financeiros estão dispostos a pagar um preço mais alto pelas ações de companhias bem governadas.

Todas essas relações comprovam que a confiança do mercado está fortemente associada à qualidade da governança expressa pelo índice. Em geral, a análise empírica valida em grande parte o índice de governança proposto: os investidores estão dispostos a pagar um preço mais alto pelos títulos das empresas bem governadas, isto é, eles demandam uma menor taxa de retorno ajustada ao risco dessas companhias, certamente porque nessas circunstâncias eles vêem maiores chances de recuperar o seu investimento.

A partir da análise, entende-se que para duas firmas com igual performance contábil os investidores demandam uma menor taxa de retorno ajustada ao risco daquela melhor governada, tendo em vista que ela oferece maiores garantias de retorno do investimento. A companhia com melhor padrão de governança apresenta, por conseguinte, uma maior

valorização de mercado, embora o seu desempenho em termos contábeis seja equivalente ao da empresa com nível de governança inferior.

Os pesos do índice de qualidade da governança (IQG) atestam que os relacionamentos observados são mais fortemente influenciados pelas dimensões “transparência das informações publicadas” e “proteção dos investidores minoritários”, que adquiriram as maiores participações em relação ao valor total do índice. Esses resultados asseguram, assim, que os mecanismos de governança das empresas brasileiras assumem importâncias desiguais, sendo essas dimensões aquelas que dominam o índice e, conseqüentemente, as que mais contribuem para as associações observadas com os indicadores de confiança do mercado em relação às empresas.

Este trabalho está dividido em sete seções, em que se apresentam as pesquisas teórica e metodológica, os resultados da análise empírica e as conclusões extraídas a partir da análise. Na seção **2**, discute-se a problemática, que consistiu em propor um índice de governança pertinente. Na seção **3**, discutem-se, inicialmente, o conceito e o contexto histórico em que surgiu a preocupação com a governança corporativa; e examinam-se os elementos essenciais da teoria da agência, que constituiu o arcabouço teórico fundamental da tese. Na seção **4**, examinam-se os mecanismos internos e externos de controle dos problemas de agência; e apresenta-se o modelo teórico da pesquisa, que foi desenvolvido a partir desse conjunto de mecanismos. Na seção **5**, descreve-se a metodologia utilizada para realizar o trabalho empírico; e descrevem-se o modelo empírico da pesquisa, os métodos adotados na análise estatística dos dados e os modelos estimados. Na seção **6**, apresentam-se os resultados das análises dos inter-relacionamentos entre as cinco dimensões da governança consideradas neste trabalho. E discutem-se os resultados das análises acerca do índice de governança desenvolvido e validado neste estudo, por meio da sua associação com a performance financeira das empresas, entre outros indicadores de confiança dos investidores financeiros. Na seção **7**, apresentam-se as conclusões extraídas a partir da análise teórica e empírica que culminou com a proposição de um índice de governança para empresas no Brasil.

2 A PROBLEMÁTICA DA PESQUISA

O tema “governança corporativa” tem-se tornado importante nos últimos anos, porque, com a evolução das organizações, houve a separação entre a propriedade e o controle. Com isso, os interesses dos proprietários/acionistas foram, muitas vezes, afetados, em virtude da divergência com os interesses dos dirigentes. No entanto, não se trata de um assunto novo na agenda da gestão das companhias. Os estudos sobre este tema vêm ganhando espaço desde a publicação da obra “*The modern corporation and private property*”, por Berle e Means (1932), tendo aumentado consideravelmente nas últimas décadas, devido, em parte, aos escândalos financeiros envolvendo empresas de diversos países, tais como os casos Enron e WorldCom, cujas conseqüências atraíram a atenção da mídia e da comunidade acadêmica.

Segundo Berle e Means (1932), à medida que a riqueza em ações foi se dispersando, a propriedade e o controle sobre este recurso passaram a ser exercidos por pessoas diferentes. Assim, a dissociação entre a propriedade e o controle parece ser o resultado lógico do desenvolvimento das sociedades anônimas. Como conseqüência, o controle passou a ser exercido com o mínimo, ou nenhum, interesse na propriedade.

Os problemas de agência decorrentes dessa dissociação tornaram-se evidentes no final da década de 1980 e início da de 1990, com o fracasso de várias companhias norte-americanas. Como afirma Jensen (2000), muitas das mais conhecidas empresas desperdiçaram vastos montantes de recursos em investimentos superdimensionados, o que reflete o fracasso dos sistemas de controle interno das firmas, tais como o Conselho de Administração. E foi esse problema fundamental de controle sobre o fluxo de caixa livre que fez surgir, em grande parte, o movimento de reestruturação corporativa dos anos de 1980, refletido nas operações de *takeover* e de aquisições alavancadas e hostis observadas nos Estados Unidos.

Em decorrência dos escândalos financeiros envolvendo empresas norte-americanas, os quais se tornaram públicos no início dos anos de 2000 – por exemplo, o caso Enron –, o Congresso norte-americano aprovou a Lei Sarbanes-Oxley⁴, de 2002, cujo objetivo foi impedir as fraudes, mediante o estabelecimento de maior controle sobre os relatórios financeiros das empresas; o que implica no envolvimento mais ativo dos gerentes seniores, que são responsabilizados pela acurácia dos dados utilizados nos relatórios financeiros. Essa lei visou,

⁴ O acesso ao texto da Lei Sarbanes-Oxley de 30 de julho de 2002 pode ser obtido em: <http://www.pcaobus.org/> e www.legalarchiver.org/soa.htm.

também, criar os mecanismos necessários para assegurar que as firmas de auditoria externa mantenham independência em relação às empresas-cliente.

Nesse contexto, investidores e analistas financeiros têm defendido a utilização de padrões para a divulgação de informações, tais como a adoção dos princípios contábeis norte-americanos geralmente aceitos ou padrões internacionais e, também, a publicação de indicadores mais efetivos de performance corporativa, como o valor econômico adicionado. A intenção é tornar disponíveis aos investidores todas as informações relevantes para a tomada de decisões e que favoreçam o monitoramento mais ativo do desempenho de dirigentes. Além disso, governos e instituições de diversos países estão preocupados em incentivar e difundir o que se convencionou denominar “melhores práticas de governança corporativa” – transparência, *accountability*, responsabilidade e ética, entre outros –, visto que a sua aplicação melhoraria o desempenho financeiro e, conseqüentemente, o retorno dos investidores.

Para resguardar os interesses dos fornecedores de capital das empresas, vários países e instituições vêm elaborando códigos que prescrevem princípios de governança corporativa considerados adequados. Com a globalização dos mercados de capitais, as firmas são, cada vez mais, pressionadas a adotar práticas universais de governança corporativa. Assim, instituições internacionais como a OCDE e, no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) formularam diretrizes para as empresas, as quais estabelecem como essenciais as seguintes características de uma governança apropriada: transparência, tratamento justo dos acionistas minoritários, responsabilidade e disciplina gerencial, entre outras.

Segundo Bradley (2003), práticas desse tipo tornaram-se cruciais, sobretudo para os investidores institucionais, que vêm demonstrando a disposição de pagar um preço mais alto por ações de companhias adequadamente governadas. Esse autor relata que algumas pesquisas têm demonstrado que o preço das ações de companhias com boa governança apresenta uma performance significativamente superior. Segundo Bradley (2003), a consultoria *Standard & Poor's* realizou um *survey* de 1.600 empresas em que se verificou uma correlação entre elevados níveis de transparência, um dos indicadores de elevados padrões de governança, e o índice financeiro que relaciona o preço das ações ao seu valor contábil. Esse resultado reforça a visão de que os mercados recompensam aquelas companhias que mantêm uma governança de qualidade.

Foi considerando essa tendência internacional que a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) definiu um conjunto de normas de conduta para administradores e controladores de empresas que desejassem se diferenciar pela governança corporativa. A adesão a essas práticas se dá em dois níveis, dependendo do grau de compromissos assumidos. Uma vez listada no nível 1, a empresa se compromete a apresentar maior transparência, o que consiste em divulgar informações adicionais ao mercado e a ter o capital mais disperso, o que implica manter em circulação a parcela mínima de 25% das suas ações. Caso opte por aderir ao nível 2, a companhia deverá seguir, além das exigências da primeira categoria, um conjunto adicional de procedimentos de governança corporativa, que consiste, dentre outros fatores, em fornecer maior proteção aos investidores minoritários. O objetivo dessas empresas é, obviamente, tornarem-se mais atrativas aos investidores e, com isso, propiciarem a valorização de suas ações. A Bolsa oferece, ainda, o segmento denominado “Novo mercado”, o qual impõe um conjunto mais abrangente de exigências, que inclui, entre outras, manutenção de apenas ações ordinárias pelas companhias, maior proteção aos investidores minoritários e maior transparência.

Aguiar, Corrar e Batistella (2004) analisaram os impactos causados na quantidade média de transações, no volume médio em reais negociado e no preço médio das ações que migraram para o nível 1 de governança da Bovespa. Isso porque, segundo esses autores, essa instituição esperava o aumento dessas variáveis ou a valorização significativa após a adesão ao nível de governança diferenciada. Com o objetivo de verificar se tal expectativa havia sido confirmada, esses autores realizaram o teste estatístico não-paramétrico de Wilcoxon, que permitiu comparar as médias do período anterior com as do período posterior à alteração. Os resultados dessa análise mostraram que nenhuma das variáveis estudadas apresentou mudanças significativas. Ou seja, não houve um aumento significativo na quantidade, no volume e no preço das ações da amostra após a adesão das empresas ao nível 1 de governança corporativa diferenciada da Bovespa.

A ênfase da abordagem de governança corporativa fundamentada na teoria da agência consiste em colocar em prática mecanismos capazes de reduzir os conflitos de interesse e, como consequência, garantir a eficiência da firma, entendida como o aumento da sua performance financeira. Nessa perspectiva, a qualidade do sistema de governança é, portanto, uma função dos instrumentos de controle e monitoramento implementados para garantir aos investidores o retorno do seu investimento.

Conforme Shleifer e Vishny (1997), o alvo da governança corporativa são os mecanismos que permitam assegurar aos fornecedores de capital das empresas uma remuneração adequada sobre o investimento. Destarte, a função do sistema de governança é fazer com que as empresas se tornem financeiramente atrativas aos investidores. Nessa ótica, a qualidade da governança das companhias depende, portanto, da eficiência do conjunto de instrumentos destinados a controlar a gestão.

Assim, o foco central desse modelo de governança são os interesses dos investidores. Ele constitui a base dos debates sobre, entre outros fatores: a remuneração de dirigentes; o papel, a composição e a estrutura do Conselho de Administração; o caráter disciplinar das ofertas públicas; o direito de expressão e a proteção dos acionistas minoritários; e a função dos acionistas dominantes (blocos de controle) e dos investidores institucionais (CHARREAUX, 2002).

Uma parte significativa dos estudos sobre o assunto corrobora as previsões da teoria da agência. Ou seja, confirma-se geralmente a proposição de que na empresa existem interesses divergentes, os quais ocorrem não apenas entre os administradores profissionais e os proprietários, mas também entre os acionistas e os credores; e, sobretudo, entre os acionistas majoritários e os minoritários, e entre os detentores de ações ordinárias e os detentores de ações preferenciais.

Em países como o Brasil, o problema de agência ocorre principalmente entre os acionistas controladores e os minoritários, haja vista a elevada concentração da propriedade e do controle nas nossas empresas. Esse padrão de propriedade, em que há um acionista majoritário que detém o controle da empresa e que, por conseguinte, tem poder para espoliar os acionistas minoritários, foi observado na maioria das economias desenvolvidas pesquisadas por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999). Em países emergentes, há evidências de concentração de propriedade e de controle ainda mais elevados, conforme observado por Claessens *et al.* (2002). Esses autores constataram que a separação entre o direito de controle e o direito sobre os fluxos de caixa produzidos pelas companhias gera custos de agência mais elevados do que aqueles observados nas companhias em que há um acionista controlador com direito à maioria dos fluxos de caixa.

No Brasil, antes da alteração da Lei das Sociedades Anônimas, em 2001, era possível manter o controle de uma empresa possuindo cerca de 17% do capital votante, isto porque a legislação permitia que dois terços do capital fossem emitidos na forma de ações preferenciais sem direito de voto. Como consequência, nas companhias brasileiras há uma separação

considerável entre direitos de controle da empresa e direitos sobre os seus fluxos de caixa.

Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) apresentaram evidência de elevado grau de concentração do capital votante no ano de 1998, em um estudo que compreendeu 225 companhias brasileiras negociadas na Bovespa, as quais não eram controladas pelo governo. Eles verificaram que mesmo nos casos em que não há um acionista controlador o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos de voto e a companhia é, em média, controlada pelos seus três maiores acionistas. Eles observaram também uma diferença significativa entre a participação no capital votante e no capital total por parte dos grandes acionistas.

Considerando essas peculiaridades brasileiras, é pertinente a indagação de como apreender a qualidade da governança em um contexto em que os conflitos de interesse maiores ocorrem entre os acionistas controladores e os minoritários. Nessas circunstâncias, determinados mecanismos de governança como o “Conselho de Administração” e a “estrutura de propriedade” não encontram as condições ideais para desempenhar um papel de controle dos problemas de agência nas empresas. Ou seja, nem todos os mecanismos de governança propostos pelos teóricos da agência são eficientes em contextos como brasileiro. Todavia, as empresas podem empregar, em maior intensidade, outros mecanismos, que sejam mais pertinentes dado o contexto.

Argumenta-se neste estudo que, em um contexto como o brasileiro, uma governança corporativa de qualidade compreenderia, também, um conjunto de mecanismos de controle de dirigentes (em geral, representantes dos acionistas ordinários) constituídos com a finalidade de proteger os interesses dos acionistas minoritários, detentores de ações preferenciais sem direito a voto, os quais detêm poder bastante limitado, ou nenhum poder, para participar e interferir no processo da tomada de decisão nas empresas. Nesta pesquisa, supôs-se que as companhias com melhor governança se caracterizariam por maior valorização de mercado das suas ações, reflexos da redução dos conflitos de interesse provenientes da separação entre o direito de decisão e o direito de propriedade entre as diferentes categorias de acionistas anteriormente mencionadas.

Estudos recentes acerca da relação entre governança corporativa e performance financeira, como os de Cho (1998), Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004), Bohren e Odegaard (2004) e Black *et al.* (2005), argumentam que uma questão ainda não resolvida é se a governança leva a uma melhor avaliação da firma ou se, simplesmente, as firmas com

melhor valorização de mercado são aquelas que escolhem a melhor governança. De um lado, o modo como a empresa é governada pode afetar a sua performance financeira; de outro, é possível que o desempenho realizado pela empresa faça com que ela adote outras estruturas de governabilidade. Isso significa que o sentido da causalidade entre a performance financeira das empresas e a governança ainda não foi suficientemente elucidado pelos estudos realizados nesse domínio. Conseqüentemente, a possível endogeneidade da variável de governança deveria ser considerada nos estudos sobre a sua relação com a performance financeira.

Segundo Bohren e Odegaard (2004), as pesquisas sobre o relacionamento entre governança corporativa e performance financeira apresentam alguns problemas, na medida em que lidam, normalmente, com relações univariadas, ao invés de multivariadas; isto é, consideram apenas alguns dos mecanismos de governança, por exemplo, a estrutura de propriedade. A deconsideração de fatores relevantes acarreta a endogeneidade das variáveis de governança, podendo produzir correlações espúrias.

Charreaux e Desbrières (1997) também ressaltam que diversas pesquisas empíricas sobre a governança das empresas visaram identificar a relação entre a performance e variáveis como *estrutura de propriedade e composição do Conselho de Administração*. Mas os resultados obtidos nesses estudos são, na maioria das vezes, ambíguos ou contraditórios. Esses autores argumentam que a análise da eficiência e do funcionamento de um sistema de governança, independente do arcabouço teórico que o fundamenta, não pode ser feito a partir do estudo de um mecanismo disciplinar considerado isoladamente, tendo em vista a possibilidade de haver complementaridade entre os diversos instrumentos de controle. Por exemplo, a eficiência do Conselho de Administração, analisada por meio da sua composição, não pode ser apreendida sem considerar a estrutura acionária da empresa, a qual reflete o poder de influência dos proprietários na escolha dos administradores que integram esse órgão.

A qualidade da estrutura de governança das empresas é uma variável multidimensional, não podendo, por conseguinte, ser representada adequadamente por nenhuma das suas dimensões tomadas isoladamente. Na verdade, a qualidade da governança é determinada pela interação de vários mecanismos de controle e de alinhamento de interesses, cuja finalidade é reduzir os problemas de agência nas empresas e, assim, preservar os interesses dos acionistas e investidores financeiros.

Na tentativa de entender melhor o relacionamento entre governança corporativa e performance financeira, pesquisadores como Gompers, Ishii e Metrick (2003), Gillan,

Hartzell e Starks (2003), Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) e, no Brasil, Leal e Carvalhal-da-Silva (2005), Silveira (2004), entre outros, elaboraram índices gerais de governança corporativa.

A exemplo de outras pesquisas sobre esse tema já desenvolvidas no Brasil, neste estudo supôs-se que diversos mecanismos de governança corporativa, os quais foram reunidos em um único índice, permitem a redução dos problemas de agência e, por consequência, inspiram a confiança dos investidores financeiros em relação à empresa, aumentando a sua valorização de mercado. Todavia, diferentemente dos estudos brasileiros anteriores, esta pesquisa empregou como *proxies* da qualidade da governança um conjunto de variáveis que caracterizam a eficiência dos mecanismos de redução dos problemas de agência. Dessa forma, o escopo central e a contribuição desta análise consistiram, principalmente, em construir e validar um índice de governança que compreende um amplo conjunto de mecanismos destinados a minimizar os conflitos de agência, considerando a importância relativa de cada um deles.

Um dos eixos principais da análise foi a suposição de que nem todos os mecanismos abordados pela teoria e pela evidência empírica sejam igualmente efetivos no contexto brasileiro, haja vista as características das nossas empresas, sobretudo quanto às suas estruturas de propriedade e de controle. Admitiu-se, portanto, que no caso de ineficiência de alguns dos instrumentos de governança outros poderão ser implementados em maior ou menor intensidade – ou seja, eles não adquirem, obrigatoriamente, uma importância equivalente. Assim sendo, nesta tese, posicionou-se no sentido de desenvolver uma medida de qualidade da governança para empresas no Brasil, que integrasse diversos mecanismos interdependentes de redução dos problemas de agência e que, ao mesmo tempo, fosse capaz de capturar as suas importâncias relativas.

Posicionou-se, também, no sentido de validar o índice proposto. Isso porque, é a validação externa do instrumento construído que fornece a segurança de que ele expressa, verdadeiramente, o conceito que se pretende capturar. Assim, propôs-se validar o índice de governança, confrontando-o com indicadores que traduzem a confiança dos investidores financeiros em relação à gestão dos seus fundos pelas empresas, especialmente por meio da análise do relacionamento entre essa medida e a performance financeira de uma amostra de companhias negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

3 REVISÃO DA LITERATURA

3.1 Contexto histórico em que surgiu a governança corporativa

Na visão dos economistas clássicos do século XVIII, as empresas são como indivíduos que desempenham um papel importante nos mercados, cujas decisões interligam-se no sistema de mercado. Tendo em vista que opera dentro desse sistema, a firma pode ser definida como uma unidade de coordenação dos recursos de produção. Dessa forma, a importância maior era atribuída à estrutura interna das empresas e às limitações externas com as quais elas trabalhavam (WILLIAMS, 1978). Na verdade, a firma era entendida como uma caixa-preta, operada de modo a encontrar as condições marginais relevantes com respeito às entradas – *inputs* – e às saídas – *outputs* – maximizando, assim, os lucros (JENSEN; MECKLING, 1976).

A explicação para o surgimento da firma está fundamentada, principalmente, no estudo de Coase (1937). O propósito desse economista era desenvolver uma teoria de empresa que fosse realista e, ao mesmo tempo, viável. Ele fez a indagação do porquê da existência da firma e concluiu que a razão principal para a conveniência de estabelecê-la está associada à existência de custos no uso do mecanismo de preços, ou seja, do sistema de mercado.

Alternativas mais modernas dessa visão institucionalista são a teoria dos custos de transação desenvolvida por Williamson (1975), que tem como unidade de análise a transação, e a teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983a, 1983b), cuja unidade básica de análise é a relação de agência entre as partes do contrato. O problema central para a teoria dos custos de transação é escolher o mecanismo de governança mais adequado – ou seja, determinar quais atividades deveriam ser internalizadas para minimizar os custos de transação. E o problema para a teoria da agência é elaborar um contrato que ajuste os incentivos e o esforço no trabalho, de modo a garantir um melhor retorno para os proprietários da empresa.

Na verdade, a discussão acerca das conseqüências da dissociação entre a propriedade e o controle das organizações, que passaram a se configurar como sociedades anônimas, já havia sido realizada por Berle e Means (1932), que enfatizaram a necessidade de se saber quais são as relações entre os dois grupos criados na moderna sociedade anônima (proprietários sem o controle e o controle sem propriedade apreciável) e como elas podem afetar o funcionamento

da empresa. Isso porque quando o proprietário tinha o controle sobre sua empresa poderia movimentá-la em função de seus próprios objetivos. No entanto, nas companhias modernas é possível que haja uma gestão contrária aos interesses dos seus proprietários. Conforme indagam esses autores:

[...] será que há alguma razão para supor que os indivíduos que controlam uma sociedade anônima moderna também queiram movimentá-la no interesse dos proprietários? A resposta a essa questão depende do grau em que os interesses próprios dos indivíduos que dispõem do controle possam coincidir com os interesses dos proprietários e, à medida que diverjam, a resposta depende dos entraves ao uso do poder estabelecido por condições políticas, econômicas ou sociais (BERLE; MEANS, 1932/1988, p. 124).

Outros autores como Chandler (1990) e Jensen (2000) também situam as organizações em um novo contexto empresarial, em que as características estruturais das companhias e a forma de organização e de governança estão ligadas e identificadas às conseqüências econômicas de um modo sistemático. A empresa deixou de estar sujeita apenas aos interesses dos superiores hierárquicos, passando a depender de aspectos externos e a ficar sob o julgamento dos seus proprietários, isto é, dos acionistas, os quais detêm partes do patrimônio e são, portanto, os verdadeiros donos do empreendimento. Eles investem o seu capital na compra de ações das companhias com o objetivo de obter um resultado capaz de maximizar as suas riquezas, sem, no entanto, participar diretamente da sua gestão.

Chandler (1990) destaca como essas mudanças aconteceram no cenário histórico, mostrando que durante os anos de 1960, com a intensificação da competição entre as nações e entre as indústrias, começou-se a reformular não apenas as estratégias de crescimento, como também a organização interna dos empreendimentos administrativos e as relações entre as firmas individuais e, nas sociedades por ações, entre proprietários e administradores.

Algumas dessas recentes e inter-relacionadas mudanças no crescimento, na administração e no tipo de financiamento dos empreendimentos industriais modernos representam inovações. Estas incluem: adaptação de uma nova estratégia de crescimento; separação entre altos executivos no escritório da corporação e a gerência média nas divisões operacionais; extenso e contínuo desinvestimento das unidades operacionais; compra e venda de corporações em negócios distintos do seu próprio ramo de atividades; papel exercido pelos gerentes de carteira nos mercados de capitais; e evolução desses mercados de capitais para facilitar o surgimento do mercado de controle corporativo (CHANDLER, 1990).

Esse autor explica alguns fenômenos que ocorreram na economia americana nos anos subsequentes à Segunda Guerra Mundial. O primeiro aconteceu na década de 1960 e consistiu-se em uma onda de fusões, cujo objetivo era diversificar, ao invés de promover a integração horizontal ou vertical. Esse evento levou à separação entre os executivos responsáveis pela coordenação, pela gerência e pelo planejamento e os gerentes de nível médio responsáveis pelas capacidades competitivas das divisões operacionais.

A fragilidade gerencial resultante da separação entre os executivos dos níveis estratégicos e aqueles dos níveis operacionais levou, rapidamente, a um novo cenário, marcado pela venda de divisões e unidades operacionais em um volume jamais observado. Chandler (1990) descreve como ocorreu esse processo em que o elevado número de investimentos desfeitos seguiu a onda anterior de fusões e aquisições, gerando um novo fenômeno: a compra e venda de companhias como um negócio estabelecido e lucrativo.

Esse novo negócio, que consistia em comprar e vender empresas, foi estimulado pela mudança na natureza de propriedade das companhias industriais norte-americanas, isto é, de acionistas, compradores e vendedores de ações. O grande aumento no volume de transações tornou possível o novo fenômeno, isto é, o mercado institucionalizado de controle corporativo, que ocorreu nos Estados Unidos na década de 1980 (CHANDLER, 1990).

A interpretação desse novo cenário da economia americana por teóricos como Jensen (2000) é de que, embora algumas companhias americanas possam ser acusadas de investir abaixo do nível ideal, há poucas dúvidas de que muitas das maiores empresas investiram além desse ponto, na tentativa de manter vendas e lucros de empresas em maturação ou que já estavam em declínio ou, ainda, diversificando fora do seu negócio central. Esse comportamento dos dirigentes levou ao desperdício de fluxo de caixa das companhias e reflete o fracasso dos sistemas de controle interno, tais como o Conselho de Administração. Segundo esse autor, foi este problema fundamental de controle sobre o fluxo de caixa que favoreceu o surgimento do movimento de reestruturação corporativa dos anos de 1980.

Esse movimento de reestruturação da década de 1980 evidenciou problemas cruciais que ainda afetam as grandes empresas, nos Estados Unidos e outros países, que se referem, especificamente, à capacidade de produção excessiva e, mais geralmente, ao conflito de interesses existente entre os administradores e os acionistas, no que se refere ao controle dos fluxos de caixa livres da companhia (JENSEN, 2000).

Em suma, a onda de diversificação da década de 1960, os investimentos desfeitos na década de 1970 e o negócio de compra e venda de empresas, estimulado pela mudança na estrutura de propriedade, e, finalmente, o surgimento do mercado de controle corporativo facilitaram a maneira pela qual a moderna empresa industrial poderia ser reestruturada. Essas firmas podiam ser compradas, vendidas, desdobradas e combinadas em outras de um modo que seria impossível antes da onda de fusões dos anos de 1960.

Com o crescimento e a mudança na estrutura das empresas, ocorreu a separação entre propriedade e controle. Nesse contexto, surgiu a preocupação com a governança corporativa. Michael Jensen, um dos principais proponentes da teoria da agência, inicia o primeiro capítulo do livro *A Theory of the Firm: governance, residual claims, and organizational firms* afirmando que a governança corporativa é um assunto de grande relevância para proprietários de ações ordinárias, porque a riqueza dos acionistas depende em grande parte dos objetivos de pessoas que determinam a estratégia da empresa. Isso ocorre porque os interesses de administradores de companhias freqüentemente entram em conflito com os dos acionistas que são os proprietários da empresa e os Conselhos de Administração tendem a seguir os dirigentes e a ignorar justamente os interesses dos acionistas, isto é, da parte para a qual eles foram desenvolvidos para proteger (JENSEN, 2000).

Ao longo da década de 1990 e dos anos de 2000, vários países e instituições, como a OCDE, elaboraram códigos com princípios definidores de uma governança adequada, que geralmente estabelecem como objetivo principal da empresa promover a otimização do retorno dos seus acionistas. Ademais, a globalização dos mercados de capitais tende a reforçar a utilização de tais práticas, visto que os investimentos estão, cada vez mais, condicionados ao ajuste da empresa aos procedimentos e padrões internacionais de governabilidade e informação.

Seguindo essa tendência internacional de desenvolvimento de códigos com recomendações de boas práticas de governança corporativa, o Brasil também desenvolveu algumas diretrizes. Instituições ligadas ao mercado de capitais, tais como a CVM, a Bovespa e o IBGC, incentivam a adoção de práticas de governança apropriadas, porque trata-se de um critério importante para atrair capitais para o financiamento das empresas brasileiras.

O conceito de governança corporativa, concebido sob as principais perspectivas teóricas dos estudos organizacionais, é discutido na seção seguinte.

3.2 O conceito de governança corporativa

Não há uma definição única e universal para o termo *governança corporativa*, embora grande parte dos teóricos que estudam este assunto a considere como sendo os mecanismos desenvolvidos para que a empresa seja gerenciada, dirigida e controlada em consonância com os interesses dos seus fornecedores de capital – isto é, sobre o arcabouço da teoria da agência.

Nesse enfoque, encontram-se não apenas as perspectivas adotadas por teóricos tais como La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000, 2002), Jensen (2000) e Shleifer e Vishny (1997), mas também as de instituições como a OCDE e o IBGC. Em contrapartida, autores como Grinblatt e Titman (2001), Donaldson e Preston (1995), Charreaux (1997) e Turnbull (1997) ampliam essa visão e incluem outras categorias de *stakeholders*, além de administradores e acionistas, nas relações de governança das empresas.

Shleifer e Vishny (1997) definem a governança corporativa como os mecanismos mediante os quais os fornecedores de capital da empresa asseguram o retorno sobre o investimento que realizaram. De maneira semelhante, a OCDE centra sua atenção maior nos acionistas, no direito de voto, na publicação de informações, na proteção dos acionistas minoritários e nas responsabilidades do conselho de administração. A governança refere-se, assim, ao conjunto de relações entre a direção corporativa e o Conselho de Administração e demais grupos que possuem algum vínculo direto com a empresa.

No Brasil, o IBGC adota essa ótica de governança corporativa, haja vista que a define como sendo:

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.⁵

A definição de governança corporativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) amplia um pouco a dimensão supracitada, na medida em que a conceitua como sendo o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia, ao proteger todas as partes interessadas, tais como os investidores, os empregados e os credores, facilitando o acesso ao capital. Essa instituição acrescenta que a análise das práticas de governança

⁵ Definição apresentada no site do IBGC na internet: www.ibgc.org.br

corporativa aplicada ao mercado de capitais envolveria, principalmente, a transparência, a equidade de tratamento dos acionistas e a prestação de contas. Logo, verifica-se que o enfoque central concentra-se nos interesses dos acionistas.

Em uma série de trabalhos sobre a proteção dos investidores, tanto em países desenvolvidos quanto em economias emergentes, La Porta *et al.* (1997, 1998, 2000, 2002) fundamentam-se no arcabouço teórico da teoria da agência, utilizando, especialmente, os argumentos de Jensen e Meckling (1976). A intenção desses estudos é situar a proteção dos investidores como uma forma de pensar-se a governança corporativa. De maneira geral, eles mostraram que a obtenção de recursos externos pelas empresas depende da proteção legal oferecida aos fornecedores de capital, tanto credores quanto acionistas, contra a possibilidade de apropriação dos seus recursos por dirigentes ou acionistas controladores. La Porta *et al.* (1998) mostraram, ainda, que a elevada concentração de propriedade observada na grande maioria das economias está relacionada à precária proteção dos investidores.

Gillan (2006) apresenta um diagrama que sintetiza o relacionamento entre os mecanismos de governança internos e os externos à empresa sob essa perspectiva, com base na estrutura do balanço patrimonial (FIG. 1).

Pode-se observar no lado esquerdo da figura 1, que os dirigentes agem como representantes dos proprietários na seleção dos investimentos e na escolha das fontes de financiamento para implementá-los. O Conselho de Administração desempenha o papel de monitoramento das atividades dos dirigentes, para assegurar que elas estejam em conformidade com os interesses dos fornecedores de capital, além de aconselhá-los na tomada de decisão. No lado direito da figura 1 estão representados os fornecedores de capital, isto é, os acionistas e os credores que financiam as atividades empresariais.

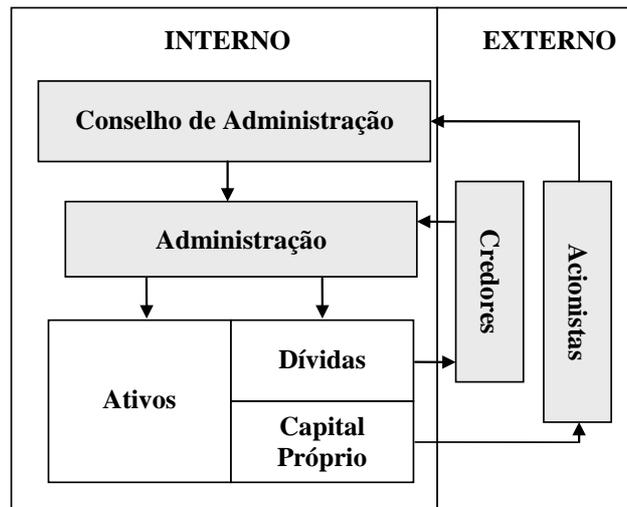


Figura 1 – Governança corporativa e o modelo do balanço patrimonial da firma

Fonte: Gillan (2006), traduzido pela autora.

Gillan e Starks (1998) definem a governança corporativa de maneira mais ampla, na medida em que a consideram como todo o sistema que controla as operações em uma empresa, o que engloba leis e regras. Uma visão ainda mais abrangente é fornecida por Turnbull (1997), que adiciona à definição de governança todas as influências que afetam o processo institucional envolvido na organização da produção e venda de produtos e serviços. Nessa conceituação, o autor insere na governança das firmas a influência de *stakeholders*, tais como consumidores, concorrentes, fornecedores, empregados, instituições financiadoras, além dos acionistas. Similarmente, Donaldson e Preston (1995) consideram que várias pessoas ou grupos com interesses legitimados relacionam-se com a empresa para obter benefícios. Por consequência, há uma reciprocidade no relacionamento entre a firma e os *stakeholders*, isto é, governantes, fornecedores, associações sindicais, empregados, investidores, grupos políticos, consumidores e comunidades.

Dessa forma, os mecanismos de governança corporativa elaborados de acordo com os pressupostos da teoria econômica foram, de certa forma, ampliados pelos sociólogos, que consideraram outras maneiras de governar. Eles identificaram o modelo financeiro, a teoria da representação, a teoria do *stakeholder* e o modelo político como quatro tipos possíveis de governança corporativa, os quais são tratados amplamente por Turnbull (1997).

Na verdade, essa classificação da governança corporativa em quatro tipos resultou de um estudo realizado nos Estados Unidos por Hawley e Williams (1996), sob encomenda da OCDE. O primeiro modelo – visão financeira – refere-se à abordagem econômica de

governança, cuja preocupação central é criar regras e incentivos para ajustar o comportamento dos gerentes aos interesses dos proprietários.

Diferentemente, o modelo de representação pressupõe que os administradores são representantes eficientes das companhias e trabalham para alcançar elevados lucros e retornos para os seus acionistas. Sob esse enfoque, os dirigentes são motivados, principalmente, pela necessidade de realização e de responsabilidade, e pela autonomia, não possuindo, portanto, a tendência negativa de agir com oportunismo.

O terceiro modelo – teoria dos *stakeholders* – pressupõe que os administradores devem buscar atingir os objetivos que maximizem a riqueza total da firma e que beneficiem, ao mesmo tempo, os diversos atores que dela participam. Para que isso aconteça, é necessário criar incentivos que alinhem os interesses de *stakeholders* críticos aos dos acionistas. Verifica-se, pois, que esta forma de governança não contradiz a visão financeira, mas apenas amplia a gama de atores que interferem no resultado final da firma.

Finalmente, o modelo político de governança reconhece que a distribuição do poder corporativo, dos privilégios e dos lucros entre proprietários, dirigentes e outros *stakeholders* é determinada pela maneira como os governantes favorecem os seus vários constituintes. Isso significa que a capacidade dos *stakeholders* corporativos de influenciar a distribuição entre eles mesmos no nível micro está sujeita à estrutura macro, que está, interativamente, sujeita à influência do setor corporativo. Ou seja, há uma interação entre todos os níveis.

A visão de Charreaux (1997) também amplia o leque das relações de governança nas empresas e atribui aos administradores um papel central na gestão dos contratos que compõem a organização, os quais incluem não apenas os acionistas, mas também todas as outras partes co-contratantes. Segundo esse autor, a governança corporativa é o conjunto de mecanismos organizacionais que visa delimitar o poder e influenciar as decisões dos dirigentes, direcionando a sua conduta e o seu espaço de atuação.

Nessa concepção mais moderna da governança corporativa, as firmas são mais do que Conselhos de Administração, dirigentes, acionistas e credores. Gillan (2006) apresenta uma ilustração que sintetiza o relacionamento entre as diversas partes com interesses em uma empresa, isto é, empregados, consumidores, fornecedores, acionistas e credores. Ele inclui a comunidade na qual a companhia opera, sua cultura, o ambiente político, leis e regulamentações, e os mercados que envolvem a firma (FIG 2).

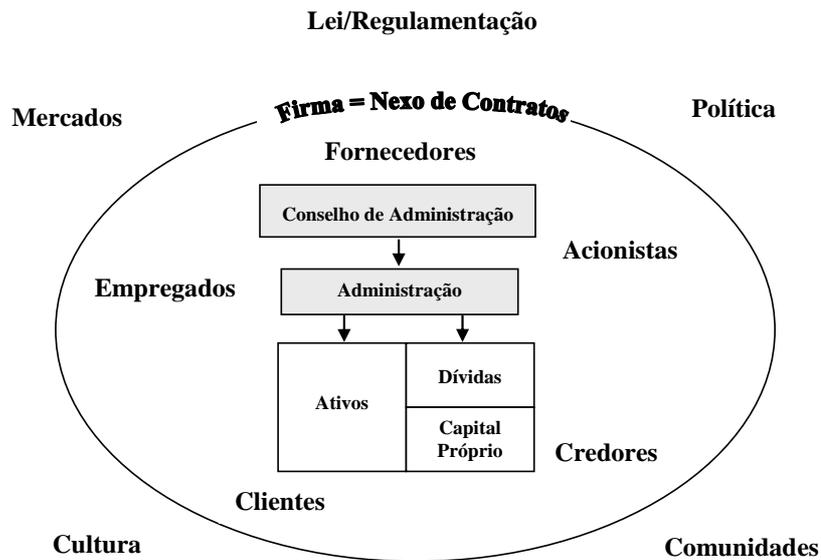


Figura 2 – Governança corporativa: além do modelo do balanço patrimonial

Fonte: Gillan (2006), traduzido pela autora.

De maneira semelhante, Grinblatt e Titman (2001) entendem que a estratégia global de uma empresa sofre influência do ambiente em que ela opera. Como esse ambiente inclui os *stakeholders* não-financeiros da empresa – isto é, todos aqueles agentes que não são seus credores e nem acionistas, mas que têm interesses na sua saúde financeira, tais como clientes, fornecedores, empregados e, até mesmo, a comunidade na qual a empresa está estabelecida –, eles podem ser afetados pelas dificuldades financeiras de uma empresa.

Nas circunstâncias em que as firmas enfrentam problemas, os clientes podem receber produtos com qualidade inferior, os quais podem ser difíceis de consertar ou ajustar. Ademais, os fornecedores podem perder negócios, os empregados podem ser prejudicados pela supressão de postos de trabalho e as economias de comunidades inteiras podem ser comprometidas. Grinblatt e Titman (2001) sugerem que os executivos se sentem como representantes não apenas dos acionistas, mas também dos clientes, dos fornecedores e dos empregados e que no processo de tomada de decisão eles tendem a balancear os interesses de todos esses grupos, ao invés de, simplesmente, maximizar o valor dos acionistas.

Após essa apresentação de definições de governança corporativa, cabe ressaltar que, embora alguns autores, tais como Turnbull (1997), Charreaux (1997) e Grinblatt e Titman (2001), e algumas organizações, como a CVM, considerem a relevância dos interesses de outros *stakeholders* além dos financeiros, no processo de governança corporativa, a ênfase dos

estudos sobre esse tema consiste em proteger os interesses dos proprietários e credores – ou seja, oferecer um retorno sobre o investimento compensador –, havendo uma maior quantidade de estudos que se fundamentam no arcabouço da teoria da agência. Toda essa preocupação relaciona-se ao princípio de geração de valor para o acionista, cujo foco é a relação entre os dirigentes que efetivamente conduzem a companhia e os fornecedores do capital.

No item que segue, são apresentados os pressupostos fundamentais da teoria da agência, a qual visa explicar a sobrevivência e a eficiência das organizações.

3.3 A perspectiva contratual da teoria da agência e a eficiência organizacional

No enfoque da teoria contratual, a firma existe porque representa um meio de economizar os custos gerados pelos conflitos de interesse entre as partes dos contratos que envolvem as relações de produção, sendo, por conseguinte, uma forma mais eficiente do que o mecanismo de mercado. Conforme Alchian e Demsetz (1972, p. 794), “a estrutura contratual surge como um meio de aumentar a organização eficiente da equipe de produção”.

Nessa perspectiva, a empresa é definida como um conjunto de contratos, formais e informais, que constitui uma sociedade, normalmente dividida por ações, que visa maximizar a riqueza dos seus proprietários. Esse tipo de organização consiste em um conjunto complexo de relações entre pessoas, uma firma que se compõe de vários indivíduos e que representa uma maneira de integrar os objetivos conflitantes dos diversos participantes em um contexto contratual legal.

Na teoria dos direitos de propriedade, de Alchian e Demsetz (1972), e na teoria da agência, de Jensen e Meckling (1976), a firma passou a ser entendida como um conjunto de contratos estabelecidos entre os fatores de produção, cada um motivado pelo seu interesse particular (FAMA, 1980). Ela não é um indivíduo, mas uma “ficção legal” que realiza processos complexos nos quais os objetivos conflitantes dos indivíduos são levados ao equilíbrio em uma estrutura de relações contratuais. Nesse sentido, o comportamento da empresa é semelhante ao do mercado; ou seja, ele é o resultado de um complexo processo de equilíbrio (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os contratos multilaterais entre os agentes, que caracterizam as relações de mercado, são substituídos por um sistema em que os relacionamentos entre os agentes são amplamente influenciados pelos contratos unilaterais com a entidade legal, que serve como um nexo de contratação. Esses contratos especificam as regras do jogo dentro da organização, incluindo três dimensões críticas: distribuição dos direitos de decisão entre os agentes; sistema de avaliação da performance; e sistema de recompensas (JENSEN, 1983).

Um dos aspectos essenciais da teoria da agência é a suposição de que existe uma relação conflituosa entre os objetivos das partes que compõem um conjunto de contratos, ou seja, a firma. Assume-se que existem divergências de interesses entre o principal e o agente porque eles possuem diferentes funções de utilidade. Por conseguinte, espera-se que as decisões dos agentes sejam onerosas para o principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Nesse tipo de relacionamento, as partes contratantes maximizam as suas utilidades individuais, definidas como a diferença entre as recompensas monetárias e o esforço efetuado. Assim sendo, os dirigentes, agindo como agentes dos acionistas, tomarão decisões que podem ser inconsistentes com os objetivos dos proprietários, uma vez que ambos possuem preferências distintas, que tenderão a privilegiar.

O modelo do comportamento humano que fundamenta a teoria da agência foi descrito por Jensen e Meckling (1994, p. 4) como “*resourceful, evaluative, maximizing model – REMM*”, o qual possui os seguintes postulados:

a) Os indivíduos são avaliadores:

- Eles se preocupam com diversos fatores, tais como: conhecimento, meio ambiente, honra, relacionamentos interpessoais, *status*, aprovação dos colegas, normas do grupo, cultura, prestígio, riqueza e normas de conduta.
- Eles estão sempre dispostos a fazer *trade-offs* e substituições, dispondo-se a trocar uma quantidade menor de um produto qualquer por uma quantidade suficientemente maior de outros produtos.
- Eles possuem preferências transitivas, isto é, se A prefere B e B prefere C, então A prefere C.

b) Os indivíduos possuem desejos ilimitados:

- Eles preferem uma quantidade maior dos produtos que avaliam positivamente.
- Eles são insaciáveis; isto é, sempre preferem quantidades maiores de alguns bens, independente de sua natureza material ou abstrata.

c) Os indivíduos são maximizadores; isto é, as suas ações são direcionadas ao fim de obter o valor máximo possível. No entanto, a satisfação dos seus desejos é limitada, seja por fatores como a lei, a riqueza e o tempo, seja pelo conhecimento restrito que detêm sobre os produtos e as oportunidades. Como consequência, as suas escolhas por bens ou cursos de ação refletirão os custos de aquisição do conhecimento e informação necessários à avaliação das alternativas.

d) Os indivíduos são *resourceful*; isto é, eles são criativos e capazes de adaptar-se. Possuem a capacidade de imaginar as mudanças em seu ambiente, de prever as suas consequências e de produzir uma resposta, criando oportunidades.

Entende-se, assim, como relacionamento de agência todo aquele em que há uma (ou mais) pessoa – o principal – que emprega outra pessoa – o agente – para realizar algum serviço para ela, o que envolve a delegação de alguma autoridade de tomada de decisão ao agente, que detém o conhecimento específico relevante. Se ambas as partes do relacionamento são otimizadoras de utilidade – ou seja, compõem-se de indivíduos racionais, que tentam maximizar os seus próprios benefícios – pressupõe-se que o agente nem sempre agirá de modo a resguardar os interesses do principal.

Fama e Jensen (1983a) pressupõem que os contratos centrais das organizações não apenas especificam a natureza dos direitos residuais, mas também atribuem aos agentes as fases do processo de decisão que deverão executar. Isto é, eles dividem as decisões. No primeiro aspecto, os contratos limitam o nível de risco incorrido pela maioria dos agentes, mediante, por exemplo, um sistema de incentivos atrelados a medidas específicas de performance. E, no segundo aspecto, as etapas do processo decisório são desdobradas em:

a) Iniciação – consiste na geração de propostas para utilização de recursos e para a estrutura dos contratos;

- b) Confirmação ou ratificação – consiste na escolha das propostas a serem implementadas;
- c) Implementação – consiste na execução das decisões ratificadas; e
- d) Monitoramento – consiste na mensuração da performance das decisões dos agentes e na implementação de recompensas.

Esses teóricos argumentam que, como as decisões de iniciativa e implementação são, normalmente, realizadas pelos mesmos agentes, elas devem ser combinadas na função de gerenciamento da decisão (*decision management*). Similarmente, as decisões de ratificação e monitoramento devem ser reunidas na função de controle da decisão (*decision control*), visto que elas são, em geral, desempenhadas pelas mesmas pessoas.

Fama e Jensen (1983a) elaboraram as duas hipóteses fundamentais da teoria de separação de propriedade e controle, as quais relacionam os dois aspectos fundamentais dos contratos. Ou seja, esses autores estabelecem relações entre a absorção do risco incorrido pelos agentes e o processo de decisão nas organizações:

- a) A separação entre a absorção do risco incorrido e a função de gerenciamento das decisões (*decision management*) conduz a sistemas de tomada de decisão caracterizados pela separação entre as funções de gerenciamento da decisão (iniciação e implementação) e de controle da decisão (ratificação e monitoramento).
- b) A combinação das funções de gerenciamento e de controle da decisão nas mãos de poucos agentes conduz à concentração dos direitos residuais, os quais são, em geral, restritos a esses mesmos agentes.

Quando não há separação entre as duas funções supracitadas, os interesses dos detentores de direitos residuais são minimamente protegidos contra as possíveis ações oportunistas dos agentes com poder de decisão, o que reduz o valor dos direitos residuais. Conforme Fama e Jensen (1983a), o controle dos problemas de agência no processo de decisão é importante quando os dirigentes com poder de decisão, os quais iniciam e implementam decisões importantes, não são os principais detentores de direitos residuais e, por conseguinte, sua riqueza não é influenciada pelas suas decisões na organização. Dessa forma, na ausência de procedimentos efetivos de controle é possível que tais dirigentes escolham cursos de ação que sejam contrários aos objetivos dos credores residuais.

Fama e Jensen (1983a) argumentam que um sistema eficiente de controle implica a separação entre as fases de ratificação e monitoramento (função de controle da decisão) e as de iniciação e implementação (função de gerenciamento da decisão), que constituem o processo da tomada de decisão. O nível de eficiência das organizações provém, em grande parte, desse sistema de repartição do processo decisório, que visa reduzir ou controlar os problemas de agência.

Esses autores especificam que as organizações caracterizadas pela separação entre o gerenciamento da decisão e a absorção dos riscos residuais são, geralmente, instituições complexas, no sentido de que o conhecimento específico necessário à tomada de diferentes decisões, cuja transferência é onerosa, está dividido entre os vários agentes, que estão posicionados em todos os níveis da estrutura organizacional. Nesse contexto, os benefícios provenientes da tomada de decisões de melhor qualidade podem ser alcançados por meio da delegação das funções de decisão aos agentes com o conhecimento específico relevante, ao invés de atribuí-las aos credores residuais.

A distribuição das decisões aos agentes com conhecimento, todavia, gera problemas de agência, haja vista a natureza racional do comportamento humano pressuposta por essa teoria. O mecanismo sugerido por Fama e Jensen (1983a) para reduzir esses problemas decorrentes da delegação consiste em repartir as funções de gerenciamento e de controle das decisões entre diferentes agentes. Segundo esses autores, a eficiência de tais sistemas de decisão é reforçada não somente pelas estruturas de incentivo, que recompensam os agentes pelas decisões de iniciação e implementação, mas também pela ratificação e monitoramento do gerenciamento das decisões de outros agentes.

Mais recentemente, Jensen e Meckling (1995) forneceram uma explicação mais detalhada sobre a necessidade de descentralização do processo decisório nas organizações, baseando-se nos conhecimentos específico e geral. Segundo esses autores, quando o conhecimento é importante no processo da tomada de decisão há vantagens em combinar-se a autoridade de decisão e o conhecimento relevante às decisões. Essa combinação pode ser efetuada de duas maneiras: pela transferência do conhecimento específico aos agentes que detêm os direitos de decisão; ou pela transferência dos direitos de decisão aos agentes que possuem o conhecimento específico relevante.

Tendo em vista a impossibilidade de transferir todo o conhecimento necessário ao tomador da decisão, a maioria dos direitos de decisão deve ser delegada aos indivíduos que detêm a

informação. Assim sendo, o custo de transferência do conhecimento entre os agentes leva à descentralização dos direitos de decisão, o que, por sua vez, conduz ao desenvolvimento de sistemas de controle para reduzir os problemas de agência oriundos da divergência de interesses entre os indivíduos. As organizações resolvem esses problemas por meio das regras internas do jogo (*internal rules of the game*), que estabelecem:

- a) um sistema de distribuição dos direitos de decisão aos agentes na organização; e
- b) um sistema de controle, que proporciona mecanismos de mensuração e avaliação da performance e mecanismos de recompensa e punição.

A eficiência organizacional provém, portanto, da combinação e da complementaridade desses dois sistemas, que são concebidos e implementados na estrutura interna das organizações para diminuir os custos resultantes da divergência de interesses entre as partes dos contratos.

A proposição central da teoria da agência estabelece, portanto, que indivíduos racionais, que visam a alcançar seus próprios objetivos, têm sempre incentivos para reduzir ou controlar os conflitos de interesse, de tal maneira que as perdas provenientes dessas divergências possam ser minimizadas (JENSEN, 1994).

Segundo Fama e Jensen (1983b, p. 327), “o controle dos problemas de agência consiste em um importante fator para a sobrevivência de diversos tipos de organizações”. No artigo em que apresenta as bases da teoria da agência, Jensen e Meckling (1976) argumentam que o principal pode limitar as divergências em relação aos seus interesses por meio do estabelecimento de incentivos apropriados para que o agente atue de modo a otimizar os seus benefícios nos contratos que realizam e, também, mediante o monitoramento, destinado a restringir as atividades oportunistas do agente.

Além disso, em algumas situações, o principal remunerará o agente pelo seu comprometimento (*bonding costs*), de modo a garantir que ele não empreenderá determinadas ações que prejudiquem os seus interesses ou a assegurar que, em caso contrário, ele será compensado. Entretanto, geralmente é impossível para o titular ou para o agente, a custo zero, assegurar que esse tomará decisões ótimas do ponto de vista daquele. Na maioria dos relacionamentos de agência, as partes incorrerão em custos de monitoramento e comprometimento (*bonding*), e sempre haverá alguma divergência entre as decisões tomadas pelos agentes e aquelas que otimizariam os interesses do titular, gerando, assim, uma perda residual (JENSEN; MECKLING, 1976).

Esses autores consideram como custos de agência todos aqueles aos quais freqüentemente se refere como custos de contratação, custos de transação, custos de *moral-hazard* e custos de informação. Resultam, assim, da soma dos custos decorrentes da criação e estruturação dos contratos entre o principal e o agente; de gastos de monitoramento pelo principal; de gastos com comprometimento (*bonding*) pelo agente; e da perda residual.

Constata-se, portanto, que os custos de agência não podem ser completamente eliminados, a menos que os papéis de principal e agente sejam combinados em um só – isto é, no caso em que o titular detenha a totalidade da propriedade da empresa, cem por cento do seu capital. Conforme Jensen e Meckling (1976), esses custos aparecerão, inevitavelmente, em qualquer relacionamento que envolva a cooperação entre duas ou mais partes de um contrato.

A chave para entender os problemas de agência é reconhecer que as partes de um contrato suportam esses custos. Portanto, para qualquer escala dada de atividade, agentes otimizadores dos seus próprios benefícios minimizarão os custos de agência em qualquer relação contratual. Paga-se para escrever contratos que forneçam atividades de monitoramento e *bonding* e que reduzam a perda residual acarretada pela discrepância de atitudes e preferências entre as partes (JENSEN; MECKLING, 1976).

Fama (1980) discute o papel dos mercados de capitais eficientes e do mercado de trabalho de dirigentes como mecanismos de informação que podem ser utilizados no controle das ações oportunistas dos administradores. Na construção do seu argumento, esse autor sugere que o grau de divergência do comportamento de dirigentes de altos níveis em relação ao comportamento de maximização do valor das organizações é limitado pela existência de um mercado de trabalho de dirigentes e por um mercado de capitais eficiente.

Os dirigentes enfrentam a disciplina e as oportunidades do mercado para os seus serviços, seja dentro ou fora da firma. Os efeitos de reputação fazem com que o valor do capital humano do dirigente dependa da sua habilidade e competência em gerenciar os contratos entre os fatores de produção, os quais asseguram a viabilidade da firma. Ou seja, é possível que o valor da riqueza do dirigente (do seu capital humano) dependa do sucesso ou do fracasso da empresa, os quais funcionam como um sinal sobre o seu talento. Ademais, a competição no mercado de trabalho de dirigentes tende a assegurar que eles recebam somente um padrão competitivo de compensação (FAMA, 1980).

Quanto ao papel dos mercados de capitais na disciplina dos dirigentes, esses autores argumentam que os investidores tendem a antecipar a conduta administrativa que divirja dos interesses dos credores residuais e levam esses julgamentos em consideração quando atribuem preço aos direitos negociáveis da empresa. Segundo Fama (1980), é provável que os sinais fornecidos por um mercado de capitais eficiente acerca do valor dos títulos da firma sejam importantes para as reavaliações dos dirigentes pelo seu mercado de trabalho.

A teoria da agência aborda não apenas os problemas que surgem quando os interesses do principal e do agente divergem, mas também aqueles inerentes às diferenças de atitude em relação ao risco entre as partes do contrato. Ou seja, é possível que o agente tenha uma preferência quanto ao nível de risco que está disposto a incorrer diferente daquela que teria o titular (EISENHARDT, 1989). Destarte, o domínio dessa teoria são os relacionamentos que exprimem a estrutura básica de agência entre as partes envolvidas em um comportamento cooperativo, as quais têm objetivos e atitudes em relação ao risco divergentes.

Admite-se, geralmente, que os indivíduos são avessos ao risco. Todavia, a teoria dos agentes flexibiliza essa suposição em relação ao principal, e pressupõe-se que ele tenha uma atitude neutra em relação ao risco, tendo em vista que se trata de um investidor cujo portfólio pode ser diversificado por meio do mercado de capitais. Embora os acionistas, detentores de direitos residuais, sejam aqueles que suportam o risco, o mercado de capitais permite que eles mudem de empresa, mediante a venda de suas ações, com custos de transação relativamente baixos e, dessa forma, protejam-se contra perdas em uma determinada empresa mediante a diversificação dos seus portfólios de investimento. Ao contrário, assume-se que o dirigente seja avesso ao risco, pois ele não pode diversificar o seu trabalho, o qual representa o seu capital (FAMA, 1980).

Fama e Jensen (1983a) apresentam outro mecanismo de monitoramento e controle contra ações oportunistas dos dirigentes de alto nível. Eles discutem o papel do Conselho de Administração como mecanismo do sistema de controle em diferentes tipos de organizações, grandes e pequenas, nas quais a riqueza dos agentes responsáveis pela tomada da decisão não é diretamente influenciada pelas suas decisões. A função do Conselho é ratificar e monitorar as decisões importantes e contratar, recompensar e demitir os agentes aos quais se atribui os direitos de decisão.

Em suma, a base da teoria da agência é a pressuposição de existência de conflitos de interesse em qualquer relação de cooperação entre um principal (titular), comprador de algum bem ou serviço, e o agente, vendedor, visto que ambas as partes desejam maximizar os seus próprios benefícios. Essa ligação está regida por um contrato que especifica os direitos e responsabilidades tanto do lado do principal quanto do agente. Todavia, esse tipo de relacionamento pode estar carregado de problemas de fraude, de informação escassa (assimétrica) e de racionalidade limitada, que são originados das diferenças nas preferências de ambas as partes, na incerteza e na informação disponível (EISENHARDT, 1989).

Tendo em vista que a unidade de análise que governa o relacionamento entre o principal e o agente é o contrato, o foco da teoria dos agentes consiste em determinar aquele que seja mais eficiente para governar a relação entre as partes, dadas as suposições acerca dos indivíduos, organização e informação. Quanto aos indivíduos, assumem-se o interesse individual, a racionalidade limitada e a aversão ao risco dos agentes. Quanto às organizações, pressupõe-se o conflito de interesse entre os seus membros. E quanto à informação, pressupõe-se que seja uma *commodity* que pode ser adquirida como outra qualquer (EISENHARDT, 1989).

Segundo Jensen (1983), o desenvolvimento da teoria da agência ocorreu em duas linhas de pensamento, que são: a ótica positiva; e a perspectiva do agente-principal. Na teoria positiva da agência, os pesquisadores estão mais preocupados com aspectos tais como tecnologia de monitoramento e comprometimento (*bonding*) na forma dos contratos, ambiente de contratação e sobrevivência das organizações. Ou seja, eles enfatizam a modelagem de mecanismos de controle que minimizem os problemas de agência. Elementos como intensidade de capital, grau de especificidade dos ativos, custos de informação, mercados de capitais eficientes e mercados de trabalho de dirigentes são exemplos de fatores do ambiente de contratação que interagem com os custos das diversas práticas de monitoramento e *bonding* para determinar a estrutura contratual. Diferentemente, na literatura do agente-principal a preocupação concentra-se na modelagem dos efeitos de fatores tais como estrutura das preferências das partes nos contratos, natureza da incerteza e estrutura de informação no ambiente.

A maioria das pesquisas desenvolvidas no arcabouço da teoria da agência vem sendo realizada sob a ótica positiva e, amiúde, visa verificar se os mecanismos de incentivo aos dirigentes aumentam a performance da empresa. O estudo de Jensen e Meckling (1976), por exemplo, buscou analisar a estrutura de propriedade da empresa e verificar se o fato de os

gerentes possuírem ações – isto é, tornarem-se acionistas – faz com os seus interesses alinhem-se aos dos proprietários. Outro exemplo importante é o trabalho de Fama e Jensen (1983a), que discutiu o papel desempenhado pelo Conselho de Administração como sistema de controle da decisão, que pode ser utilizado pelos credores residuais de empresas, grandes ou pequenas, para monitorar e controlar o oportunismo nas ações dos seus administradores.

Eisenhardt (1989) aponta duas contribuições da teoria da agência aos estudos organizacionais. A primeira é o tratamento da informação, que é considerada uma *commodity*, que tem um custo e que pode, por conseguinte, ser comprada. Esse aspecto confere um papel importante não somente aos sistemas de informação formais, como o orçamento e o Conselho de Administração, mas também aos sistemas informais, como a supervisão dos dirigentes. A implicação principal é que a empresa pode investir em sistemas de informação para controlar o oportunismo dos agentes.

A segunda contribuição dessa teoria refere-se ao risco. Assume-se que as empresas tenham futuros incertos que podem trazer prosperidade, falência ou resultados intermediários, os quais podem ser apenas parcialmente controlados pelos membros da organização. A implicação, portanto, é que a incerteza de resultado, conjugada com diferenças na disposição para aceitar o risco, influenciaria os contratos entre principal e agente (EISENHARDT, 1989).

Jensen (1998) apresenta a teoria da agência como sendo uma teoria integrada das organizações, composta de quatro blocos inter-relacionados, que constituem os seus pressupostos básicos, conforme ilustrado pela FIG 3. O primeiro bloco constitutivo é o modelo da natureza do comportamento humano, que compreende os aspectos racionais (REMM) e os não-rationais (*Pain Avoidance Model*⁶ – PAM). Os custos de transferência do conhecimento entre os agentes, tanto o geral quanto o específico, compreendem o segundo bloco. Os custos de agência gerados pelos conflitos de interesses entre os indivíduos compõem o terceiro bloco. E, finalmente, o quarto bloco da teoria é representado pela alienabilidade do mercado e pelas regras do jogo organizacional.

⁶O modelo *Pain Avoidance Model* (PAM) é um complemento do modelo REMM. Ambos descrevem a natureza do comportamento humano e compõem o *Dualistic Model of Human behavior* de Jensen (1998), modelo dualista do comportamento humano. O PAM visa explicar o componente não-rationais do comportamento humano, o qual se manifesta em certas circunstâncias, devido, sobretudo, ao medo. Jensen (1998) explica que esse comportamento é desencadeado nos indivíduos amedrontados, que passam a tomar decisões e empreender ações que prejudicam não somente a eles mesmos, mas também a organização e as demais pessoas envolvidas. Esse teórico não enfatiza o modelo PAM do comportamento em seus estudos, visto que ele se encontra, ainda, em estágio de desenvolvimento.

Segundo esse autor, a teoria da agência assume que as organizações são entidades do sistema de mercado, cujos participantes são indivíduos racionais e que se preocupam com os seus próprios interesses. Essa teoria assume, ainda, que a transferência da informação entre os agentes é onerosa, o que conduz à delegação dos direitos de decisão aos agentes que detêm o conhecimento relevante para a tomada de decisões.

Como há divergência de interesses entre os indivíduos racionais e maximizadores de seu próprio bem-estar, surgem os custos de agência, que são uma consequência da descentralização da decisão em um contexto em que não existem “agentes perfeitos”. Para solucionar tais problemas de agência, que conduzem à ineficiência organizacional, um mecanismo seria a alienabilidade dos direitos de decisão via mercado. Conforme Jensen e Meckling (1995), em um sistema de mercado os direitos de decisão são adquiridos pelos indivíduos que detêm o conhecimento, mediante procedimento voluntário de troca.

No entanto, no contexto intra-organizacional, tal direito permanece com os credores residuais. Ou seja, não se delegam aos agentes os direitos de alienabilidade da decisão, aos quais cabe apenas executar as fases do processo decisório. Como enfatizado pelos autores supracitados, em regra, os empregados de uma firma não recebem o direito de alienar suas posições, os ativos ou o direito de decisão e, tampouco, de apropriar-se dos resultados de uma alienação. Assim, inexistem um processo automático que faça com que os direitos de decisão no contexto intrafirma migrem espontaneamente para os agentes com conhecimento específico para exercê-los. Ademais, não há sistemas automáticos de mensuração e recompensa pela performance que motivem os indivíduos a agirem conforme os objetivos da empresa.

Conseqüentemente, as organizações precisam desenvolver mecanismos que substituam a alienabilidade do sistema de mercado e que motivem os agentes com o conhecimento relevante a tomarem decisões que conduzam à maior eficiência. Desenvolvem-se, então, mecanismos cuja finalidade é controlar os problemas de agência. Esses mecanismos são denominados “regras do jogo organizacional” e compreendem: a distribuição de direitos de decisão aos agentes com conhecimento específico para exercê-los em todos os níveis da estrutura hierárquica; o sistema de controle, que proporciona a mensuração e avaliação da performance dos agentes da decisão; e a recompensa e punição dos agentes pela performance obtida, de modo a incentivar a eficiência no processo decisório (FIG. 3).

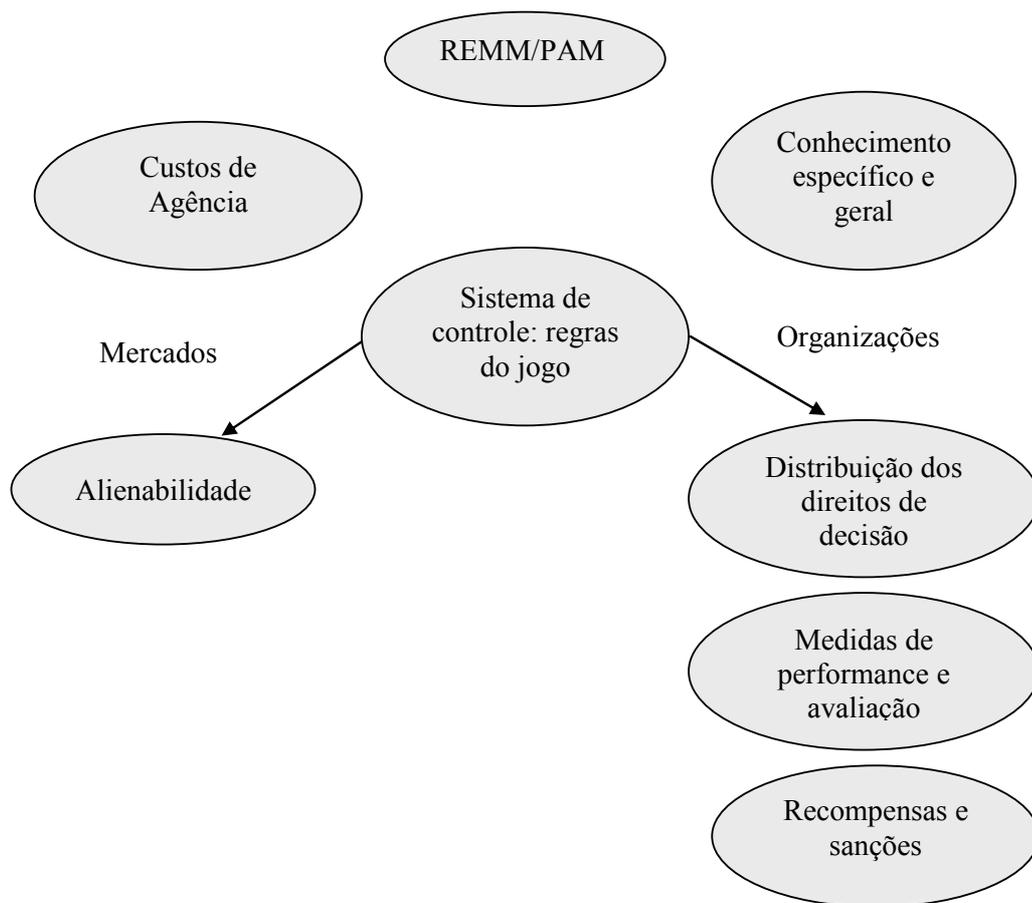


Figura 3 – Blocos constitutivos da teoria integrada das organizações – teoria positiva da agência

Fonte: Jensen (1998), traduzido pela autora.

Cabe ressaltar que os estudos relacionados à governança corporativa enfatizam, sobretudo, a busca de geração de valor para o acionista e analisam os mecanismos adotados para gerir as organizações, com a finalidade de aumentar a riqueza dessa categoria de investidor. Logo, a teoria da agência serve como arcabouço teórico para a maioria desses trabalhos.

O conceito de governança corporativa é abstrato e, ademais, depende da ótica que se utiliza para analisá-la. Como consequência, é necessário fazer uso de *proxies* que permitam a sua mensuração, as quais diferem entre as diversas perspectivas. Esses indicadores representativos do conceito de governança constituem os mecanismos internos e externos utilizados no gerenciamento da firma. A qualidade do sistema de governança é, como consequência, uma função dos seus mecanismos constitutivos.

No capítulo seguinte, são apresentados os mecanismos de governança desenvolvidos a partir do arcabouço da teoria da agência e da evidência empírica desse campo de estudos.

4 A QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA: EFICIÊNCIA DOS MECANISMOS DE CONTROLE DOS PROBLEMAS DE AGÊNCIA

As estruturas de governança são compostas pelos mecanismos internos à firma, intencionalmente desenvolvidos pelas partes ou exigidos pela legislação, e pelos mecanismos externos, gerados a partir do funcionamento espontâneo dos mercados. No modelo de governança corporativa que se fundamenta na teoria da agência incluem-se os mecanismos internos, tais como: estrutura de propriedade, direito de voto dos acionistas, Conselho de Administração, sistemas de remuneração e auditorias; e os mecanismos externos, como regulamentação legal e contábil, mercado de trabalho de dirigentes e mercado de capitais ou, ainda, mercado de controle corporativo.

Como ressaltam Bushman e Smith (2003), a governança das firmas é exercida por um conjunto de mecanismos, cujos elementos estão, muitas vezes, inter-relacionados, os quais têm por finalidade, entre outras: motivar os administradores para que tomem decisões que maximizem o valor da firma, ao invés de visar ao alcance de objetivos pessoais; e assegurar que os acionistas minoritários receberão informações confiáveis sobre o valor da firma e, também, que os administradores e os acionistas majoritários da companhia, que detêm elevados percentuais da propriedade, não se apropriarão indevidamente dos recursos proporcionados pelos investimentos.

Os mecanismos de governança são, portanto, instrumentos complementares que buscam o alinhamento das atitudes e escolhas de administradores aos interesses dos acionistas, quando se baseiam, evidentemente, na teoria da agência. Conforme enfatizado por Core, Guay e Larcker (2003), a performance econômica de uma organização pode ser influenciada pelas ações de monitoramento empreendidas não apenas pelo seu Conselho de Administração, mas também pelos seus credores e investidores institucionais. Ou seja, a eficiência provém da conjugação de vários mecanismos de controle.

Os Conselhos de Administração constituem um mecanismo de controle que, em tese, auxiliaria na solução dos problemas de agência inerentes à gestão das empresas. Porém, como argumentam Charreaux e Desbrières (1997), a eficiência do Conselho, avaliada por meio de sua composição, não pode ser apreendida sem considerar outros fatores, por exemplo, a estrutura de propriedade da empresa.

Os incentivos, ou contratos de compensação, são, também, elementos importantes na estrutura de governança, como argumentado por Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983a) e Jensen e Murphy (1990). A exemplo do Conselho de Administração, a sua eficiência na redução dos problemas de agência depende, também, da estrutura de propriedade e de controle. Enfim, embora diversas pesquisas em governança corporativa analisem apenas um ou poucos dos seus mecanismos constituintes, existe a preocupação crescente em considerar o efeito de um conjunto mais completo de instrumentos de governabilidade sobre o desempenho financeiro das firmas.

Assim, observa-se um acréscimo no número de pesquisas que visam elaborar um indicador que seja representativo da governança como um todo; ou seja, que incorpore em uma única medida toda a estrutura de governança das companhias. Exemplos desse tipo de estudo são os trabalhos desenvolvidos por pesquisadores como Brown e Caylor (2006), Gillan, Hartzell e Starks (2003), Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) e Black, Jang e Kim (2006), e, no Brasil, Silveira (2004) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2005).

Nas subseções que seguem, discutir-se-á em que consiste a eficiência dos mecanismos de governança, sendo examinadas as evidências empíricas acerca de suas influências sobre a performance financeira das firmas e, quando pertinente, o tratamento metodológico empregado pelas pesquisas nesse campo de estudos. Serão apresentadas, ainda, as proposições elaboradas a partir da abordagem teórica e das evidências empíricas acerca dos mecanismos de controle dos problemas de agência. Enfim, será apresentado o modelo teórico da pesquisa.

4.1 Os mecanismos de governança corporativa

4.1.1 Conselho de Administração

O monitoramento desempenhado pelo Conselho de Administração representa um entre os vários instrumentos desenvolvidos nas empresas modernas para resolver, ou minimizar, os problemas de agência entre administradores e acionistas, sendo considerado por teóricos tais como Fama (1980), Fama e Jensen (1983a), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) um instrumento-chave do sistema de controle interno da firma, o qual estabelece as regras do jogo para os administradores.

Sob a ótica da teoria da agência, empregada nesta pesquisa, o Conselho de Administração consiste em um órgão disciplinar capaz de alinhar os interesses de dirigentes aos dos acionistas, quando se trata de empresas de capital disperso, e os interesses dos acionistas controladores aos dos acionistas minoritários nas empresas de capital concentrado.

Fama e Jensen (1983a) descreveram o papel do Conselho de Administração como mecanismo do sistema de controle da decisão nas organizações em que os dirigentes não são os principais credores residuais e as suas decisões não afetam a sua própria riqueza, ou seja, Conselhos de Administração de empresas em que as pessoas responsáveis pela tomada de decisões importantes não absorvem o risco resultante de tais decisões.

Nesse tipo de organização, os credores residuais delegam ao Conselho de Administração várias funções de gerenciamento e de controle da decisão, retendo o direito de aprovação, pelo voto, em assuntos de grande importância, tais como: escolha de membros do Conselho, seleção de auditoria, fusões e emissões de novas ações. O Conselho de Administração, por sua vez, delega a maioria das atividades de gestão e algumas das funções de controle aos agentes internos, mas retém o controle último sobre eles, incluindo os direitos de ratificar e monitorar decisões importantes e, também, a função de selecionar, demitir e recompensar os executivos de altos níveis (FAMA; JENSEN, 1983a).

Esses autores argumentam que o Conselho de Administração consistirá em um sistema eficiente de controle somente quando for capaz de limitar o poder dos dirigentes de alto nível. Ademais, a eficiência desse órgão depende de sua composição. Isto é, ele deve ser constituído não apenas de membros internos, que sejam capazes de fornecer informações importantes sobre as decisões de utilização de recursos, mas, sobretudo, de membros externos, que devem assumir tarefas que envolvam sérios problemas de agência entre agentes internos e credores residuais – por exemplo, a remuneração e substituição do executivo principal.

Entretanto, a efetividade dos Conselhos de Administração no exercício do seu papel disciplinador, isto é, de monitoramento das decisões e de delimitação do espaço de atuação dos dirigentes, foi bastante questionada nos últimos anos. Jensen (1993) argumenta que a inadequação da estrutura, do tamanho e da composição desse órgão pode levar à sua ineficiência. Ou seja, dependendo de suas características, tendem, em algumas circunstâncias, a seguir os objetivos dos dirigentes e a ignorar os interesses da parte para a qual eles foram criados para proteger.

Esse autor refere-se ao contexto norte-americano do final dos anos de 1980, em que, na perspectiva da teoria da agência, o Conselho de Administração falhou como mecanismo do sistema interno de controle, sendo ineficiente no desempenho de sua função disciplinar. Jensen (1993) atribuiu como causas desse mal funcionamento: o número excessivo de membros nos Conselhos; a dependência, ou seja, o baixo percentual de conselheiros externos; e o acúmulo das funções de direção geral da firma e de presidência do Conselho.

Para melhorar a eficiência dos Conselhos de Administração, Jensen (1993) sugeriu que eles deveriam ser pequenos e constituídos, principalmente, por diretores externos, sendo o CEO o seu único membro interno. Dessa forma, a função de monitoramento seria realizada de maneira mais efetiva e, conseqüentemente, aumentaria a performance da firma.

Destarte, na perspectiva da teoria da agência, um Conselho de Administração de elevada qualidade – isto é, um mecanismo eficiente do sistema de controle das empresas – caracteriza-se por: participação elevada de diretores independentes, externos à firma; separação das funções de diretor geral da companhia e de presidente do Conselho; e pequena quantidade de conselheiros. Ao contrário, um Conselho de baixa qualidade é composto majoritariamente de membros internos ou, então, diretores externos, mas que são afiliados aos administradores; é presidido pelo executivo responsável pela direção geral da empresa; e é caracterizado por um elevado número de administradores.

4.1.1.1 O tamanho do Conselho de Administração

Na perspectiva da teoria da agência, Conselhos de Administração com elevado número de membros são ineficientes, devido a problemas de comunicação e coordenação, o que permite o domínio dos dirigentes, mediante a realização de coalizões. Além disso, por serem numerosos, eles favorecem o surgimento de conflitos no grupo, haja vista a dificuldade de chegar-se a um consenso nas decisões quando estão envolvidas diversas pessoas.

Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) consideram o tamanho do Conselho um aspecto fundamental para a sua eficiência. Jensen (1993) sugere que a manutenção de um Conselho de Administração pequeno pode melhorar a sua performance. E, ao contrário, quando o número de conselheiros ultrapassa 7 ou 8, é menos provável que o Conselho funcione eficientemente, devido às dificuldades de comunicação e coordenação, e ao conseqüente domínio exercido

pelo CEO.

O argumento de Jensen (1993) sobre os problemas decorrentes do tamanho excessivo do Conselho de Administração é bastante semelhante ao de Lipton e Lorsh (1992). Esses autores afirmam que as normas de comportamento na maioria dos Conselhos são não-funcionais, pois elas desmotivam os diretores a expressarem as suas idéias, sobretudo quando se trata de criticar as decisões dos executivos principais. Por consequência, há uma manutenção de discussões amigáveis sobre a performance da companhia. A proposta de Lipton e Lorsh (1992) para atenuar esses problemas, que são agravados na medida em que a quantidade de membros do Conselho aumenta, consiste em limitá-los a 10, sendo preferível 8 ou 9 diretores.

Algumas evidências empíricas mais recentes, tais como as observadas por Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) e Andres, Azofra e Lopez (2005), corroboram essa hipótese de maior eficiência de Conselhos pequenos e sugerem uma influência negativa dessa variável sobre a performance das companhias. Ou seja, esses estudos mostram que empresas com conselhos reduzidos caracterizam-se por maior valor de mercado.

Yermack (1996) analisou se a limitação no número de membros do Conselho aumenta a sua efetividade em uma amostra de 452 grandes companhias norte-americanas, classificadas pela revista *Forbes*, no período de 1984 a 1991. Ele observou uma relação negativa estatisticamente significativa entre o valor de mercado da firma, medido pelo Q de Tobin, e o tamanho do Conselho de Administração tanto na análise que empregou o método de mínimos quadrados ordinários quanto na análise pelo método de efeitos fixos.

Nas análises de regressão, o Q de Tobin foi incluído como variável dependente e o tamanho do Conselho como variável independente, juntamente com os seguintes fatores de controle: retorno sobre os ativos, oportunidades de investimento (gastos de capital sobre vendas), diversificação (número de segmentos de negócio), composição (percentual de diretores externos) e posição acionária dos membros do Conselho (percentual de ações ordinárias), tamanho da firma (logaritmo do capital total) e setor de atividade.

Os resultados de Yermack (1996) mostraram que a relação negativa entre o tamanho do Conselho e o valor da firma atenua-se à medida que o Conselho torna-se maior. Isto é, a redução no valor da firma é maior quando os Conselhos passam do tamanho pequeno para o médio. Quando o número de conselheiros aumenta de 6 para 12, a redução no valor da firma é

igual à que se observa quando o Conselho passa de 12 para 24 membros.

Essa análise evidencia que as empresas com Conselhos de Administração menores possuem valores de mercado mais elevados se comparadas às outras firmas com conselhos numerosos. No entanto, Yermack (1996) argumenta que é possível analisar tal resultado de duas maneiras: os Conselhos pequenos contribuem para melhor desempenho; ou as empresas ajustam o tamanho dos seus Conselhos em resposta ao desempenho anterior. Caso seja confirmada a segunda interpretação, a causalidade entre valor da firma e o tamanho do Conselho ocorreria em direção oposta à hipótese de Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993).

Para verificar o sentido da causalidade na amostra estudada, Yermack (1996) estimou modelos de regressão da performance passada (retornos das ações) e mudanças no tamanho do Conselho (alternativamente: incorporações de novos diretores, afastamentos de diretores e a diferença entre esses dois fatores). Não foi encontrada nenhuma evidência de que os Conselhos de Administração sejam expandidos ou reduzidos em resposta à performance apresentada. Ou seja, os resultados corroboram a hipótese de que o tamanho do Conselho influencia o valor da firma, conforme propuseram Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993).

Ademais, Yermack (1996) avaliou a eficiência do Conselho de Administração por meio da análise do relacionamento entre o seu tamanho e indicadores de rentabilidade, incentivos e *turnover* do CEO e variação nos retornos das ações das companhias que anunciaram mudanças significativas no número de conselheiros.

Supôs-se que, se a governança corporativa é menos efetiva à medida que o Conselho de Administração torna-se maior, companhias com Conselhos numerosos deveriam ser menos rentáveis. Yermack (1996) testou, então, o relacionamento entre o tamanho do Conselho e três indicadores de rentabilidade das empresas: vendas sobre ativos, retorno sobre ativos e retorno sobre vendas. Os resultados indicaram a existência de uma associação negativa e estaticamente significativa para os três indicadores financeiros, corroborando, assim, a hipótese testada.

Supôs-se, também, que se os Conselhos com muitos membros contribuem para que haja discussões amigáveis sobre a performance da companhia, conforme sugerido por Lipton e Lorsh (1992), não existiria uma associação entre o valor da firma e o *turnover* do CEO. A estimação de um modelo probit do *turnover* do CEO sugeriu a existência de uma relação negativa e significativa entre performance e *turnover*.

O relacionamento entre os incentivos do CEO (variação no salário mais bônus) e o tamanho do Conselho foi testada por meio do modelo de Jensen e Murphy (1990). O intuito foi verificar se Conselhos menores desempenham mais eficientemente a tarefa de remuneração do CEO. Como fatores explicativos dos incentivos foram incluídos: tamanho do conselho, variação na riqueza dos acionistas e um termo de interação. Observou-se que os executivos recebem incentivos maiores nas firmas com Conselhos pequenos.

Finalmente, Yermack (1996) analisou o comportamento dos retornos das ações em torno das datas de anúncio de mudanças significativas no tamanho do Conselho, sendo considerados somente os casos em que houve alteração de pelo menos quatro membros. Os resultados mostraram que as companhias da amostra que anunciaram reduções importantes no tamanho do Conselho realizaram excessos de retorno substanciais em torno da data de anúncio. Resultado contrário foi observado para as companhias que anunciaram expansão do Conselho.

Conyon e Peck (1998) realizaram um estudo semelhante ao de Yermack (1996) em uma amostra de companhias da Inglaterra, França, Holanda, Dinamarca e Itália no período de 1992 a 1995. Os seus resultados sugerem uma associação negativa entre a performance da firma (medida pelo retorno sobre patrimônio líquido) e o tamanho do Conselho de Administração, sendo significativa para a Inglaterra, Holanda e Dinamarca. Quando a performance foi representada pelo Q de Tobin, obtiveram-se resultados estatisticamente significativos somente para a Inglaterra. No entanto, Conyon e Peck (1998) advertem que há algumas limitações em suas análises, visto que eles introduziram somente o tamanho da firma e a performance anterior como fatores de controle da rentabilidade, o que decorreu da insuficiência de dados das companhias para construir um modelo com melhor especificação, como o de Yermack (1996). Cabe ressaltar que outra limitação do estudo de Conyon e Peck (1998) foi a desconsideração da possibilidade de causalidade reversa em suas estimativas.

Huther (1997) empregou um indicador alternativo para avaliar o desempenho de empresas com Conselhos pequenos. Ele analisou o relacionamento entre o tamanho do Conselho de Administração e os custos operacionais de companhias norte-americanas do setor de distribuição de energia na zona rural. Observou-se que Conselhos maiores estão significativamente associados a maiores custos. No entanto, os resultados dessa pesquisa também apresentam limitações, visto que as estimativas foram efetuadas sem considerar o problema de endogeneidade na associação entre as variáveis.

O relacionamento negativo entre o tamanho do Conselho e o desempenho financeiro identificado por Yermack (1996) em uma amostra de grandes companhias norte-americanas foi também observado por Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) em uma amostra de pequenas e médias empresas finlandesas. Eles utilizaram um sistema de equações simultâneas de dois estágios para estimar a associação entre o retorno sobre os ativos e o número de membros no Conselho. Ademais, o sentido da causalidade foi testado por meio de regressões da performance passada e mudanças no tamanho dos Conselhos, encontrando-se resultados semelhantes aos de Yermack (1996). Isto é, o tamanho do Conselho influencia a performance financeira atual.

A análise realizada por Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) indica, assim, que as empresas da amostra com Conselhos de Administração pequenos obtêm retornos sobre o investimento mais elevados do que as outras empresas do seu setor de atividade, haja vista o ajuste efetuado. Essa evidência sugere que a associação negativa entre o tamanho do Conselho e a performance da firma ocorre não apenas em grandes empresas, mas também em pequenas e médias.

Mais recentemente, Andres, Azofra e Lopez (2005) observaram o efeito negativo do tamanho do Conselho de Administração no valor da firma, medido pelo índice valor de mercado/valor contábil, em uma amostra de 450 companhias não-financeiras da América do Norte e da Europa Ocidental. Em suas estimativas foram utilizados os modelos de mínimos quadrados ordinários – considerado bastante adequado por esses autores – e de equações simultâneas, empregando mínimos quadrados de três estágios para considerar a possibilidade de endogeneidade das características do Conselho.

No Brasil, Schiehl e Santos (2004) analisaram o tamanho dos Conselhos de Administração de companhias cujas ações estavam sendo negociadas na Bovespa no final do ano de 2002. Observou-se que o número de membros nos Conselhos é pequeno se comparado com outras amostras de companhias dos Estados Unidos e do Canadá e que a quantidade de conselheiros está positivamente associada ao tamanho do patrimônio líquido da firma.

Silveira, Barros e Famá (2003) examinaram a relação entre o valor de mercado de companhias abertas brasileiras, medido pelo Q de Tobin e pelo valor da firma sobre ativo total, e o tamanho do Conselho – além de outras variáveis de sua composição –, sendo as estimativas efetuadas para o período de 1998 a 2000. Identificou-se uma associação quadrática e negativa

com o valor da firma sobre o ativo total, mas somente ao nível de 10% de significância estatística, não sendo observada relação significativa com o Q de Tobin. Segundo esses autores, essa relação curvilínea e negativa confirma as recomendações do IBGC de número ótimo de conselheiros entre 5 e 9.

Cabe ressaltar que o art. 140 da Lei 6.404/76 – Lei das Sociedades Anônimas, com alterações incorporadas pela Lei 10.303, de 30.10.2001 – prevê que o Conselho de Administração deve ser composto por, no mínimo, três membros, eleitos pela assembléia geral e por ela destituíveis a qualquer tempo. O estatuto da empresa deverá estabelecer:

- I) O número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do Conselho pela assembléia ou pelo próprio Conselho;
- II) O modo de substituição dos conselheiros;
- III) O prazo de gestão, que não poderá ser superior a três anos, permitida a reeleição;
- IV) As normas sobre convocação, instalação e funcionamento do Conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quórum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias.

Parágrafo único. O estatuto poderá prever a participação no Conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta organizada pela empresa em conjunto com as entidades sindicais que os representem.

Percebe-se que a lei brasileira deixa às empresas um grande espaço para determinar as características dos seus Conselhos de Administração, haja vista o estabelecimento de apenas um limite mínimo para o número de conselheiros e de um limite máximo para o tempo dos mandatos, permitindo a reeleição dos membros.

Apoiando-se nos estudos de Jensen (1993) e Lipton e Lorsh (1992) e nas demais evidências empíricas apresentadas, enuncia-se a primeira proposição com relação às condições essenciais para que o Conselho de Administração funcione como mecanismo eficiente do sistema de controle da firma:

Proposição 1: Os Conselhos de Administração caracterizados por um pequeno número de administradores são mais eficientes em seu papel disciplinar.

Embora os teóricos da agência considerem a quantidade de membros do Conselho de Administração como fator essencial à sua eficiência, o que se deve analisar, independente do número de administradores que possa integrar esse órgão, é quem eles representam. Um Conselho de tamanho pequeno pode perfeitamente representar exclusivamente os interesses dos acionistas dominantes, sendo, possivelmente, nomeados por essa categoria de proprietários. Nesse caso, ainda que não haja conflitos no seio do Conselho e a comunicação e coordenação sejam bem estabelecidas, o monitoramento da gestão da companhia – que deveria, em tese, assegurar os interesses de todas as classes de acionistas – seria feito apenas em consonância com os interesses dos majoritários.

Considerando esse aspecto, entende-se que, possivelmente, o tamanho do Conselho de Administração desempenhe um papel restrito no sistema de governança das empresas em países como o Brasil, já que os direitos de voto são concentrados e os acionistas controladores detêm elevado poder de escolha dos membros desse órgão. Nesse contexto, embora o número de conselheiros seja pequeno, o papel principal do Conselho, que consiste em representar os interesses de todas as categorias de proprietários, pode ser esvaziado no sentido de representar os interesses dos acionistas minoritários.

4.1.1.2 A composição do Conselho de Administração

Na perspectiva da teoria da agência, o Conselho de Administração constitui um órgão de controle, cujo papel principal consiste em monitorar os dirigentes de modo a assegurar que as suas decisões estejam em consonância com os objetivos de maximização do valor da companhia. A eficiência desse mecanismo de governança na execução dessa tarefa dependeria, por conseguinte, de sua composição, sobretudo do seu grau de independência em relação à direção geral da empresa.

Teóricos da agência, tais como Fama (1980), Fama e Jensen (1983a), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993) pressupõem que, para executar eficientemente o seu papel disciplinar, os Conselhos de Administração deveriam ser compostos por uma maioria de conselheiros externos e que as funções de direção geral da empresa e presidência do Conselho deveriam ser

desempenhadas por pessoas diferentes.

Segundo Fama (1980), os executivos principais podem ser disciplinados por meio do Conselho de Administração. Para tanto, esse órgão deve ser formado de tal maneira que possa executar essa tarefa. Como o tipo de firma analisada por esse teórico consiste em uma grande companhia aberta com capital diluído, em que há a separação entre a propriedade e o controle da decisão, ele argumenta que um Conselho composto por acionistas não seria o mais apropriado, visto que esses investidores possuem portfólios bastante diversificados, não se interessando por uma firma em particular. A hipótese de Fama (1980) é de que a inclusão de diretores externos permitiria reduzir os problemas de coalizão e de apropriação da riqueza dos acionistas, que podem surgir quando os executivos principais da companhia também controlam o seu Conselho de Administração.

Fama (1980) e Fama e Jensen (1983a) pressupõem que os conselheiros externos têm incentivos para desenvolver uma reputação de especialistas do controle da decisão no mercado de trabalho para os seus serviços e, por conseguinte, não se sentiriam atraídos por acordos com os membros internos, os quais poderiam prejudicar os interesses dos credores residuais. A presença dessa categoria de administradores no Conselho aumentaria a sua eficiência, haja vista o maior monitoramento exercido por esses membros, e, como consequência, o valor da firma se elevaria.

A sugestão de Lipton e Lorsh (1992) é de que os Conselhos de Administração deveriam manter um índice de pelo menos dois diretores independentes para cada um dos outros membros que mantenham um vínculo qualquer com a companhia. O argumento de Jensen (1993) é ainda mais favorável à participação de diretores externos. Ele sugere que o único conselheiro interno deveria ser o CEO, haja vista a dificuldade ou, mesmo, a impossibilidade dos diretores da firma de criticar, avaliar e monitorar abertamente o executivo principal. No entanto, esse autor não exclui a possibilidade de participação esporádica de membros internos nas reuniões do Conselho, uma vez que eles podem fornecer informações importantes.

Nessa perspectiva, as decisões dos membros do Conselho de Administração variam em função dos seus incentivos pessoais. Os diretores que são ao mesmo tempo dirigentes da companhia (diretores internos) têm incentivos para escolher cursos de ação que maximizem as suas próprias funções de utilidade na firma. Diferentemente, os diretores que são efetivamente independentes têm incentivos para tomar decisões que sinalizem ao mercado a sua

competência como tomadores da decisão, engajando-se, assim, no monitoramento dos executivos principais.

Jensen (1993) propõe, ademais, a separação das funções de direção geral da companhia – do cargo de CEO – e de presidência do Conselho de Administração. Essa disjunção permitiria o aumento da eficiência desse órgão, desde que viabilizasse o melhor desempenho do seu papel disciplinar. A argumentação é de que o executivo principal, quando investido também na função de presidente do Conselho, não poderia exercê-la à parte de seus interesses pessoais, pois a este cabe conduzir as reuniões desse órgão da administração e acompanhar diretamente o processo de admissão, demissão, avaliação e recompensa do CEO. Assim sendo, Jensen (1993) considera que, na ausência de um líder independente, torna-se muito mais difícil para o Conselho de Administração desempenhar a sua função primordial.

Nesta pesquisa, que se fundamenta na teoria da agência, considera-se como eficiente um Conselho formado de maneira a manter a sua independência e, ao mesmo tempo, o seu papel de aconselhador no processo de tomada de decisões. Ao contrário, um Conselho menos eficiente seria constituído, majoritariamente, de administradores internos ou, ainda, por outros membros que com eles mantenham ligações estreitas. A partir desse arcabouço teórico, apresentam-se as seguintes proposições:

Proposição 2: A independência do Conselho de Administração em relação à equipe dirigente está positivamente associada à sua eficiência.

Proposição 3: A separação das funções de direção geral da companhia e de presidência do Conselho de Administração aumenta a eficiência desse mecanismo.

A teoria de que a eficiência do Conselho de Administração depende das suas características – isto é, de sua estrutura, tamanho e composição – vem sendo testada por diversos pesquisadores nas últimas décadas, porém os resultados encontrados são bastante contraditórios. Para que a teoria seja corroborada, espera-se observar a influência do número de membros do Conselho, de sua independência, representada pela participação majoritária de diretores externos, e da separação entre as funções de diretoria da companhia e presidência do Conselho, sobre o valor da firma. Argumenta-se, normalmente, que uma possível explicação para a divergência entre os resultados das análises seria a má-especificação dos modelos estimados, já que tanto o Conselho de Administração quanto outros mecanismos de governança associam-se à performance.

Um dos enfoques utilizados nos estudos sobre os Conselhos de Administração consiste em examinar o relacionamento entre as suas características principais – a sua composição (porcentagem de diretores internos e externos) e o seu tamanho – e a performance financeira da companhia. Os resultados relatados nos trabalhos desenvolvidos nessa linha são, entretanto, bastante díspares, sendo, às vezes, até mesmo contraditórios.

Os primeiros estudos sobre o efeito da composição do Conselho de Administração no valor da firma geralmente utilizavam duas abordagens. No primeiro enfoque, analisava-se a influência da composição do Conselho sobre a maneira como sucedia a execução de determinadas atividades, tais como a substituição e a remuneração do CEO. Argumenta-se, no entanto, que essa abordagem não fornece informações sobre o relacionamento entre a composição do conselho e o valor da firma, pressuposto pela teoria da agência. Em um segundo enfoque, examinava-se diretamente a associação entre a composição do Conselho e o desempenho da firma (BHAGAT; JEFFERIS, 2002).

Parte significativa das análises empíricas que empregaram essa segunda abordagem descrita por Bhagat e Jefferis (2002), por exemplo, Hermalin e Weisbach (1991), não encontrou relação significativa entre as variáveis analisadas. Todavia, outros estudos, tais como o de Baysinger e Butler (1985), mostraram que o grau de independência do Conselho está positivamente associado à performance da companhia, embora tenham observado esse efeito somente sobre a performance subsequente, ao invés da contemporânea.

Segundo Hermalin e Weisbach (2003), existem dois fatores complicadores nos estudos sobre os Conselhos de Administração e, também, na maioria das análises empíricas sobre a governança corporativa. O primeiro desses aspectos refere-se à endogeneidade conjunta das variáveis empregadas, o que, conforme Bhagat e Jefferis (2002), significa que a composição do Conselho, por exemplo, pode influenciar a performance da companhia, mas esta pode também afetar a composição futura do Conselho. A relação entre essas variáveis poderia, assim, ocorrer em sentido inverso. Esses autores ressaltam, então, que nesses casos de variáveis endógenas a estimação do relacionamento por meio do método dos mínimos quadrados ordinários pode gerar coeficientes viesados e que uma possível solução para o problema da endogeneidade seria o uso de métodos de equações simultâneas.

Barnhart e Rosenstein (1998), todavia, alertam que esse método é mais sensível à má-especificação do modelo, o que poderia levar a interpretações errôneas. Argumentam esses

autores que a teoria de governança corporativa não fornece, ainda, orientações suficientes quanto à especificação dos modelos, e nesse caso a utilização de técnicas de equações simultâneas para estimar os relacionamentos poderia gerar vieses, tendo em vista que a teoria econométrica pressupõe a correta especificação de todas as equações de um sistema. Assim, a interpretação dos resultados obtidos mediante essa técnica deveria ser cuidadosa.

O segundo fator complicador nos estudos de governança e, especificamente, do Conselho de Administração refere-se ao que Hermalin e Weisbach (2003) denominaram “fenômenos de equilíbrio” e “fenômenos fora-de-equilíbrio”. Por exemplo, existe uma evidência empírica de que o tamanho do Conselho de Administração está negativamente associado à rentabilidade da firma. De um lado, a interpretação desse resultado na abordagem fora-de-equilíbrio sugere que limites no tamanho do Conselho deveriam ser encorajados ou, até mesmo, exigidos. De outro lado, a interpretação de equilíbrio sugere que outro fator, não considerado na análise, afeta tanto o tamanho do Conselho quanto a performance, gerando uma correlação espúria entre essas variáveis (FIG. 4).

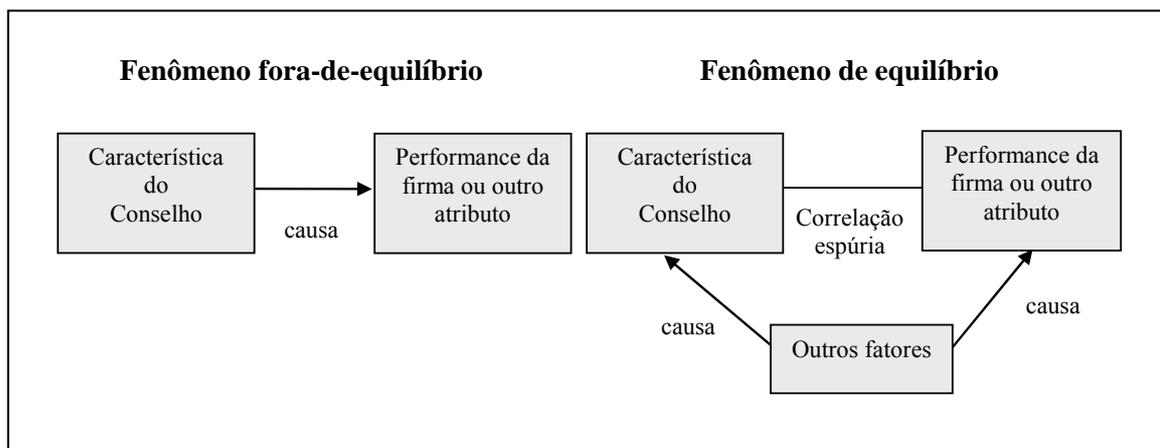


Figura 4 – Ilustração do fenômeno de equilíbrio e do fenômeno fora de equilíbrio no relacionamento entre a performance da firma e as características do Conselho de Administração

Fonte: Hermalin e Weisbach (2003), traduzido pela autora.

Hermalin e Weisbach (2003) sugerem que ambos os problemas – variáveis endógenas e natureza de equilíbrio dos resultados (possível influência de fatores ausentes no modelo estimado) –, deveriam ser considerados cuidadosamente ao se analisar qualquer relacionamento sobre as características do Conselho de Administração, ou sobre outros elementos da governança corporativa, e a performance da firma.

Posto que na perspectiva da teoria da agência o Conselho de Administração representa apenas um dentre os diversos mecanismos desenvolvidos para exercer a função de controle do processo decisório e assegurar que as decisões sejam tomadas de modo a maximizar o valor da firma, a omissão de variáveis como de estrutura de propriedade e de proteção dos investidores na análise da performance das companhias poderia conduzir a resultados que refletem o fenômeno de equilíbrio descrito por Hermalin e Weisbach (2003).

Nesse sentido, Bathala e Rao (1995) argumentam que a ausência de relação entre a performance da firma e a composição do Conselho constatada em várias pesquisas pode ser uma consequência da análise direta entre essas variáveis, sem considerar os diversos fatores que podem afetar a performance. Além disso, eles também consideram que a composição do Conselho de Administração é apenas um dentre os mecanismos empregados, alternativamente, pelas empresas para controlar os problemas de agência.

Sob o pressuposto de que as empresas podem adotar diversos mecanismos de governança corporativa e em graus variados, dependendo de suas características específicas e do setor de atividade no qual atuam, Bathala e Rao (1995) estimaram a proporção de diretores externos no Conselho de Administração como uma função de três outros mecanismos de controle dos problemas de agência – a proporção de capital mantida pelos dirigentes, o pagamento de dividendos e a utilização de dívidas –, além de alguns fatores de controle. Os seus resultados sugeriram a existência de um relacionamento inverso entre as variáveis, o que levou esses autores a concluir que as companhias estruturam os seus Conselhos em função dos outros instrumentos de controle de que dispõem para minimizar os conflitos de agência entre dirigentes e acionistas.

Agrawal e Knoeber (1996) analisaram a influência de sete mecanismos destinados a reduzir os problemas de agência, considerando a possibilidade de que esses instrumentos de controle sejam complementares ou substitutos. A hipótese principal desses autores é: se os mecanismos são utilizados alternativamente, o emprego de um deles dependeria dos demais. Dessa forma, quando se emprega determinado instrumento de controle em menor intensidade, há outros que podem ser mais explorados, obtendo-se a mesma performance.

Pressupôs-se que as posições acionárias de dirigentes, de instituições e de blocos de investidores relacionam-se positivamente com a performance, haja vista o maior monitoramento efetuado por esses sócios. Similarmente, a presença de diretores externos no

Conselho de Administração e o uso de dívidas como fonte de financiamento aumentariam a vigilância dos dirigentes pelos credores e conselheiros. Além disso, eles consideraram que o mercado de trabalho de dirigentes e o mercado de controle corporativo também permitiriam discipliná-los.

Agrawal e Knoeber (1996) corroboraram a hipótese de interdependência dos mecanismos de governança analisados, sugerindo que as firmas escolhem de maneira alternativa os instrumentos de controle dos conflitos de agência. Verificou-se, não obstante, uma relação negativa entre a independência do Conselho e o valor de mercado da firma (medido pelo Q de Tobin) mesmo quando as estimativas foram obtidas por meio do modelo de equações simultâneas, o que contraria um dos pressupostos da teoria da agência.

A reação do mercado de ações ao anúncio de inclusão de um diretor interno no Conselho de Administração foi analisada por Rosenstein e Wyatt (1997). Eles realizaram um estudo de evento de 170 anúncios e observaram que, em média, o impacto não é significativamente diferente de zero. Entretanto, esses autores constataram que: há uma reação negativa quando os diretores detêm menos de 5% das ações ordinárias da firma; há uma reação positiva quando essa categoria de diretores mantém entre 5% e 25% das ações ordinárias; e não há qualquer reação quando os administradores internos indicados ao Conselho detêm percentual superior a 25% das ações ordinárias.

A explicação de Rosenstein e Wyatt (1997) para tais resultados é que em níveis baixos de propriedade do diretor interno o mercado infere que há uma tentativa de domínio da direção existente; em níveis moderados de propriedade – quando os interesses de administradores e acionistas estão mais alinhados – os benefícios esperados do acréscimo de conhecimento específico sobre a firma compensam os custos esperados de um aumento do domínio dos diretores internos; e em níveis elevados de propriedade, quando os dirigentes têm maior poder de voto, os custos e os benefícios da inclusão de um membro interno se balanceiam.

Klein (1998) não encontrou evidência de que a proporção de diretores internos no Conselho de Administração, considerado como um todo, influencie o valor da firma. No entanto, ao considerar separadamente a estrutura dos comitês que compõem os Conselhos, verificou-se uma associação positiva e significativa entre a participação de dirigentes internos no Comitê de Finanças e no Comitê de Investimentos e a performance da companhia. Esse resultado mostra que a presença de diretores internos é relevante quando eles podem fornecer

informações importantes sobre a firma.

Seguindo, em certos aspectos, o enfoque de Agrawal e Knoeber (1996), Mak e Li (2001) analisaram os determinantes e a interdependência entre dois mecanismos de controle dos problemas de agência – as características do Conselho de Administração (composição, liderança e tamanho); e a estrutura de propriedade (posições acionárias do dirigente e de instituições) – em uma amostra de 147 firmas listadas na bolsa de valores de Cingapura. Neste país, há um fraco mercado de controle corporativo, propriedade concentrada e elevada participação do governo como acionista de empresas privadas.

Nesse estudo, supôs-se que variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade são determinadas de forma endógena, sendo utilizado o método de mínimos quadrados de dois estágios para estimar os relacionamentos. Assim, no sistema de cinco equações, as características da propriedade e do Conselho dependem umas das outras, além dos fatores exógenos. Observou-se uma tendência de maior participação de diretores externos no Conselho de Administração quando há menor participação acionária do dirigente e do governo e quando o número de conselheiros é reduzido. Ademais, verificou-se a tendência de separação das funções de CEO e de presidente do Conselho quando há maior participação de blocos de acionistas (*blockholders*). Os resultados mostraram, portanto, que, conforme hipotetizado, existe uma inter-relação entre as características do Conselho e a estrutura de propriedade das companhias listas no mercado de Cingapura.

Quando se estimou o relacionamento entre os dois mecanismos de controle dos problemas de agência e o valor da firma (Q de Tobin), não se observou qualquer associação, o que, segundo Mak e Li (2001), sugere que as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade analisadas são escolhidas de forma ótima pelas empresas. Ou seja, o emprego de um desses instrumentos depende do outro. Eles são determinados de forma endógena.

Bhagat e Black (2002) examinaram se o tamanho do Conselho prediz a performance da firma e, também, se uma maior independência do Conselho de Administração produz melhor performance corporativa e o reverso, ou seja, se a composição do Conselho responde à performance. Eles empregaram o método de mínimos quadrados de três estágios, que permite tratar a independência do Conselho, a propriedade do CEO e a performance como determinadas de forma endógena. Os seus resultados mostraram que as firmas com Conselhos mais independentes não obtiveram maior rentabilidade e que as firmas com baixo

desempenho aumentaram a independência do Conselho. Mas não foi encontrado nenhum indício de que essa estratégia funcione. Além disso, não se observou correlação entre o tamanho do Conselho de Administração e a performance da firma.

Esses resultados de Bhagat e Black (2002) contrariam as suposições de Jensen (1993) e Lipton e Lorsh (1992) de que Conselhos maiores e dependentes são menos efetivos porque à medida que eles crescem e incluem uma proporção mais elevada de diretores internos os problemas de agência acentuam-se. Ademais, esse resultado está, em parte, na direção contrária das constatações de outros pesquisadores, tais como Yermack (1996), que testaram a associação entre a performance e o tamanho do Conselho de Administração e observaram a existência de um relacionamento negativo entre essas variáveis.

Enfim, a evidência empírica mais recente sugere que o Conselho de Administração é uma instituição que surgiu de forma endógena para desempenhar a função principal de minimizar os problemas de agência entre administradores e acionistas na firma moderna (HERMALIN; WEISBACH, 2003; BHAGAT; BLACK, 2002). Todavia, os resultados das pesquisas sobre o efeito desse mecanismo de governança sobre a performance da empresa são, ainda, bastante diversos, apesar de algumas regularidades terem sido observadas.

Conforme Charreaux (2000a), embora as evidências empíricas acerca da associação entre as características do Conselho de Administração e a performance financeira da firma sejam não-conclusivas, elas não são suficientes para excluir a hipótese de que o Conselho exerça um papel disciplinar, como constatado em algumas pesquisas. Elas indicam, entretanto, a complexidade em se testar essa teoria, visto que o Conselho é apenas um mecanismo particular do sistema de governança, em que outros instrumentos internos ou externos à firma se inter-relacionam de forma complementar ou substitutiva. O papel de monitoramento do Conselho pode, por exemplo, ser reduzido nas empresas em que a propriedade concentra-se em poder de membros da família do dirigente, sendo a disciplina, nesse caso, assegurada pelo próprio acionista dominante.

Esse último aspecto faz parte do argumento de interdependência entre as características do Conselho e da estrutura de propriedade das companhias. Charreaux e Pitol-Belin (1985) assinalam que a dissociação entre propriedade e decisão sugerida por Fama (1980), Fama e Jensen (1983a) restringe-se às companhias de capital difuso, que, em geral, não representam a forma organizacional mais observada. A hipótese de Charreaux e Pitol-Belin (1985) é: quanto

mais acentuada a separação entre propriedade e decisão, maior a possibilidade de se encontrar a dissociação das funções de decisão e controle e mais difuso será o capital. Supõe-se, assim, que o papel e a composição do Conselho de Administração evoluam em função do grau de separação entre propriedade e decisão, o qual está, geralmente, associado a uma modalidade particular de relação de agência entre acionistas e dirigentes.

Esses autores sugerem, então, que o controle exercido pelos Conselhos de Administração e a sua composição variem de acordo com o tipo de estrutura de propriedade, que pode consistir de: capital diluído, companhia em que nenhum dirigente detém parcela considerável de suas ações; capital concentrado (companhia que possui acionista controlador, sendo dominada, por exemplo, por outra firma); e sociedade familiar.

Normalmente, nas companhias abertas e de capital diluído a separação entre propriedade e decisão é bastante expressiva. Supõe-se que, nesse contexto, o Conselho de Administração componha-se de uma equipe de diretores internos e externos, sendo estes a maioria. A eficiência do controle nesse tipo de empresa consiste do monitoramento mútuo entre dirigentes e, também, da qualificação dos membros independentes.

Os Conselhos de Administração de companhias com um controlador apresentam peculiaridades no que se refere à relação de agência. Espera-se que nesse tipo de sociedade o Conselho de Administração seja composto principalmente por representantes do acionista dominante. A presença de conselheiros externos deverá, por conseguinte, ser menos expressiva. Nesse contexto, embora haja dissociação entre propriedade/decisão e decisão/controle, a separação entre propriedade/controle não é expressiva.

Nas companhias em que as ações são mantidas por membros de uma família, geralmente, o proprietário, que é o dirigente, domina o Conselho. Nesse tipo de sociedade não há separação expressiva entre decisão e propriedade, e tampouco entre decisão e controle. Supõe-se que o Conselho seja pequeno e inclua, sobretudo, diretores pertencentes à família.

Considerando essas hipóteses, Charreaux e Pitol-Belin (1985) analisaram uma amostra de empresas francesas e constataram que o papel desempenhado pelo Conselho de Administração depende da estrutura de propriedade. No contexto francês, o papel do Conselho evolui com a estrutura de propriedade e sua função disciplinar torna-se secundária nas empresas familiares e nas de capital concentrado. Eles corroboraram, ademais, a hipótese de que o número de diretores externos é mais elevado nas sociedades de capital difuso do que

nas familiares. Assim, esses autores concluem que o Conselho de Administração é apenas um dentre os elementos do sistema de controle de dirigentes. Ele participa como complementar e/ou substituto. Conseqüentemente, o seu papel, a sua composição e a sua eficiência não podem ser analisadas de forma dissociada do contexto geral.

No Brasil, alguns estudos, tais como Valadares e Leal (2000), mostraram que a estrutura de controle das nossas empresas é, normalmente, concentrada e, como conseqüência, os problemas de agência ocorrem essencialmente entre acionistas majoritários (controladores) e minoritários. Pode-se esperar, portanto, que o papel disciplinar do Conselho de Administração nas companhias brasileiras seja mais reduzido, haja vista a possibilidade de dominância desse órgão pelos acionistas controladores.

Dutra e Saito (2002) analisaram a composição dos Conselhos de Administração de 142 companhias brasileiras listadas na Bovespa, a partir de uma adaptação da metodologia desenvolvida por Bhagat e Black (2002) para classificação de conselheiros, o que consistiu em distribuí-los nas categorias *controlador* (adicionada à tipologia dos autores supracitados para ajustar à realidade brasileira), *interno*, *afiliado* e *independente*. Os conselheiros foram distribuídos nessas categorias de acordo com os seguintes critérios:

- a) Controlador – membro do Conselho ou da diretoria de empresas pertencentes ao grupo controlador da companhia; membro da família detentora ou participante do controle; e representante da esfera de governo que detenha ou participe do controle.
- b) Interno – conselheiro que participa simultaneamente do Conselho e da diretoria da empresa.
- c) Afiliado – conselheiro que possui uma das seguintes características: ex-funcionário da companhia ou grupo controlador; funcionário ou beneficiário de fundação previdenciária patrocinada pela própria companhia; representante eleito dos funcionários; empregado sem cargo de diretoria; ex-integrante do governo ou de companhia estatal que detenha ou participe do controle; e diretor ou conselheiro de empresa controlada ou coligada.
- d) Independente – conselheiro sem vínculo aparente com a companhia ou com os seus controladores.

A intenção desse estudo foi avaliar o grau de independência do Conselho de Administração das companhias brasileiras em relação aos seus acionistas controladores, haja vista as suas estruturas de propriedade concentradas. Conforme se esperava, Dutra e Saito (2002) constataram a predominância de representantes dos acionistas controladores (49%) nos Conselhos de Administração das empresas que compuseram a amostra analisada, sendo a proporção de acionistas independentes (21%) a menor em relação às outras categorias.

Mais recentemente, Schiehl e Santos (2004) analisaram o tamanho, a proporção de conselheiros externos e a dualidade do diretor-presidente (a combinação das posições de CEO e *chairman*) dos Conselhos de Administração de companhias brasileiras cujas ações estavam sendo negociadas na Bovespa no final do ano de 2002. Verificou-se que os Conselhos de Administração são compostos, principalmente, por acionistas majoritários e por executivos das respectivas empresas, sendo a proporção de conselheiros externos menor nas empresas com acionista controlador.

Esses autores observaram que na amostra de companhias brasileiras o número de membros do Conselho de Administração é pequeno se comparado com outras amostras de companhias dos Estados Unidos e do Canadá e que a quantidade de conselheiros está positivamente associada ao tamanho do patrimônio líquido da firma. Ademais, há evidências de que a junção das posições de CEO e *chairman* é significativamente maior no grupo de firmas com acionista majoritário, embora os dados mostrem que a dualidade é menos freqüente nas companhias brasileiras do que nas norte-americanas e canadenses.

Com uma maior consonância com as pesquisas estrangeiras, Silveira, Barros e Famá (2003) examinaram a relação entre as variáveis *presença do diretor executivo ocupando o cargo de presidente do Conselho*, *tamanho* e *grau de independência do Conselho* e *valor das companhias abertas brasileiras*, medido pelo Q de Tobin e pelo valor da firma sobre ativo total, no período de 1998 a 2000.

Os resultados desse estudo revelaram a existência de uma associação negativa e estatisticamente significativa entre o indicador *diretor executivo como conselheiro presidente* e o *valor das empresas* em todos os anos considerados na pesquisa, o que corrobora a hipótese de que a separação dos cargos de CEO e *chairman* contribui para o desempenho financeiro. Quanto ao tamanho do Conselho, foi identificada uma associação quadrática e negativa com o valor da firma sobre o ativo total ao nível de 10%, não sendo observada relação significativa

com o Q de Tobin. Segundo os autores, a relação curvilínea e negativa observada confirma as recomendações do IBGC de número ótimo de conselheiros entre 5 e 9. No que se refere à independência do Conselho de Administração, verificou-se uma associação positiva e significativa ao nível de 10% apenas com o Q de Tobin e no ano de 1999, sugerindo que as empresas com Conselhos de Administração compostos por uma maior proporção de membros externos apresentaram uma maior valorização no ano de 1999.

Assim como na maior parte da evidência empírica estrangeira sobre a relação entre características do Conselho de Administração e o valor das empresas, os resultados do estudo de Silveira, Barros e Famá (2003) não oferecem evidências conclusivas, haja vista a insignificância estatística apresentada por diversas variáveis analisadas quando se consideram pontos críticos mais estritos em termos estatísticos.

Fundamentando-se na evidência empírica sobre o inter-relacionamento entre as características do Conselho de Administração e a estrutura de propriedade, apresentam-se as seguintes proposições:

Proposição 4: O tamanho e a composição do Conselho de Administração (a eficiência do Conselho) dependem das estruturas de propriedade e controle das companhias.

Proposição 4a: Quanto maior a concentração do capital, menor o tamanho do Conselho de Administração.

Proposição 4b: Quanto maior a concentração do capital, menor a participação de administradores independentes no Conselho de Administração.

4.1.2 Estrutura de propriedade e de controle

Desde o estudo de Berle e Means (1932), os possíveis conflitos de interesse na moderna corporação são alvo de preocupação na literatura financeira. Eles analisaram a composição acionária de companhias norte-americanas e concluíram que à medida que a riqueza em ações foi-se dispersando a propriedade e o controle sobre tal riqueza passaram a ser exercidos por pessoas distintas. O argumento é de que como consequência dessa dissociação o controle seria exercido com o mínimo, ou nenhum, interesse na propriedade, dependendo do grau em que os

objetivos de administradores e acionistas possam coincidir. Assim, entraves ao uso do poder seriam necessários na medida em que os interesses dessas partes diverjam.

De maneira semelhante, Jensen e Meckling (1976) afirmam que os assuntos relacionados à separação entre propriedade e controle na difusa empresa moderna estão intrinsecamente associados aos problemas de agência. Eles propõem, então, uma teoria de estrutura de propriedade (de capital), mediante a integração de elementos da teoria de agência, da teoria dos direitos de propriedade e da teoria financeira.

Para reduzir os problemas de agência resultantes da separação entre propriedade e controle nas companhias, os teóricos da corrente da agência propuseram vários mecanismos de governança, tais como: independência do Conselho de Administração, contratos de incentivos, participação dos dirigentes na propriedade da companhia, posições acionárias de instituições e de outros *blockholders* e proteção dos investidores.

Nessa perspectiva, a proposição central é de que a estrutura de propriedade representa um importante instrumento de controle, na medida em que possibilita o alinhamento dos interesses de dirigentes e proprietários. Uma certa concentração do capital e a natureza dos acionistas, isto é, a composição acionária, incluindo a participação de dirigentes, constituem os mecanismos de governança que permitiriam essa convergência e representam, portanto, a base para a eficiência do controle dos dirigentes.

4.1.2.1 A concentração da propriedade e a natureza dos acionistas

A argumentação dos teóricos da agência é de que os acionistas com elevadas parcelas de propriedade em uma companhia, que detêm portfólios pouco diversificados, teriam maior incentivo para exercer um papel mais ativo no monitoramento dos dirigentes, uma vez que estão expostos a um maior nível de risco. A concentração do capital em portfólios não-diversificados implicaria elevadas perdas para os grandes acionistas nos casos em que os dirigentes utilizassem os recursos para financiar investimentos pouco interessantes. Como consequência, esses investidores exerceriam um papel mais efetivo no controle da decisão, isto é, nas etapas de ratificação e monitoramento do processo decisório.

Similarmente, a maior participação de investidores externos, tais como instituições ou outros *blockholders*, aumentaria a vigilância sobre o comportamento dos administradores. Ademais, os acionistas dirigentes, devido à sua participação direta nos resultados da companhia, sentir-se-iam mais motivados e, por conseguinte, teriam os seus interesses alinhados aos dos proprietários. Esta teoria pressupõe, portanto, uma associação positiva entre os mecanismos concentração de propriedade e natureza dos acionistas e a performance da companhia.

Para Jensen e Meckling (1976), a minimização dos conflitos de agência na firma está relacionada à hipótese de convergência dos interesses de acionistas e administradores, propiciada pela participação destes no capital da firma. Supõe-se que os dirigentes com parcelas consideráveis da propriedade da firma sejam mais motivados a perseguir o objetivo de maximização do valor da companhia, uma vez que a sua própria riqueza está envolvida. Posto isso, esses autores analisaram o papel da estrutura de propriedade como mecanismo de controle para minimizar os problemas de agência nas companhias que envolvem investidores externos, considerando não apenas os acionistas, mas também os credores.

Shleifer e Vishny (1986), fundamentando-se na hipótese de que a concentração de propriedade favorece o monitoramento, construíram um modelo em que os grandes investidores exercem um papel ativo na vigilância dos dirigentes e, quando necessário, buscam caminhos para melhorar a performance da firma, mediante, por exemplo, uma iniciativa de *takeover* ou *proxy fight*.

Leech e Leahy (1991) também argumentam que uma certa concentração da estrutura de propriedade de ações deve representar um importante papel na determinação da performance da firma, pois quando a propriedade é dispersa não há nenhum indivíduo ou grupo com elevado poder de voto ou que possua incentivos para exercer o controle e garantir a maximização dos lucros. Nesse contexto, os dirigentes têm maior liberdade para priorizar seus próprios objetivos.

A influência dos grandes investidores no sistema de controle das companhias foi considerada por Jensen (1993). No seu ponto de vista, os investidores ativos, que são os indivíduos ou instituições que detêm elevadas posições acionárias ou credoras em uma companhia, são importantes para o funcionamento do sistema de governança, porque têm interesse financeiro e, ao mesmo tempo, independência. Conseqüentemente, eles possuem melhores condições para monitorar, participar do Conselho de Administração e, às vezes, até mesmo, conduzir a

companhia. Jensen (1993) considera que as instituições como bancos, fundos de pensão, companhias de seguro, fundos mútuos e gestores de fundos são investidores ativos naturais, o que os torna agentes importantes do controle.

Esse autor sugere que, na medida em que as posições acionárias concentram-se em poder de instituições, torna-se mais fácil resolver alguns dos problemas de *free-rider*, os quais dificultam a ação coletiva e efetiva dos diversos investidores individuais. As instituições podem, portanto, exercer mais efetivamente o controle corporativo.

McConnell e Servaes (1990) analisaram o relacionamento entre o Q de Tobin e a propriedade de *insiders*, *blockholders* e investidores institucionais. Os seus resultados corroboraram a hipótese de associação não-linear entre a participação de *insiders* e o valor da firma. Ademais, foi observada a influência da presença de instituições, confirmando a hipótese de monitoramento eficiente por parte desses investidores. No entanto, a presença de *blockholders* não se mostrou relevante para o valor da firma.

Bathala, Moon e Rao (1994) também argumentaram que a participação acionária de instituições representa um importante instrumento para a minimização dos custos de agência. Sua hipótese central é de que esse mecanismo influencia outros meios de controle e de alinhamento de interesses nas companhias, a saber: utilização de dívidas e posições acionárias dos administradores. Os resultados da análise empírica de uma amostra de companhias listadas nas bolsas norte-americanas *New York Stock Exchange* (NYSE) e *American Stock Exchange* (ASE) e no mercado de balcão permitiram corroborar suas suposições, observando-se uma associação negativa entre a parcela de ações ordinárias mantidas por instituições, o uso de dívidas e a propriedade dos dirigentes.

Dentre os mecanismos alternativos de controle de dirigentes analisados por Agrawal e Knoeber (1996) estão as posições acionárias de dirigentes e a concentração de ações em poder de instituições e de outros *blockholders*. A hipótese desses autores fundamenta-se na teoria da agência, isto é, no pressuposto de que esses mecanismos permitem aumentar o monitoramento dos dirigentes e, por conseguinte, a performance da firma.

Análises mais recentes sobre a geografia do capital nas empresas em diversos países, tais como as de Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1998) e La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), mostraram que a estrutura de propriedade difusa sugerida por Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976) é uma característica rara, observada apenas em

países como os Estados Unidos, e que a maioria das empresas de outras economias, emergentes ou desenvolvidas, constitui-se de propriedade concentrada.

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que a concentração de propriedade parece ser a norma fora dos Estados Unidos e que mesmo nesse país a propriedade não é completamente dispersa. Segundo esses autores, a concentração de posições acionárias é o meio mais direto de alinhar os direitos sobre os fluxos de caixa e de controle, pois os grandes investidores têm interesse em monitorar a direção da firma. Conforme esses autores:

When control rights are concentrated in the hands of a small number of investors with a collectively large cash flow stake, concerted action by investor is much easier than when control rights, such as votes, are split among many of them⁷ (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 753).

Segundo esses autores, nos casos mais extremos os acionistas majoritários controlam mais do que 51% da propriedade, detendo o controle direto das firmas e de sua administração. Dessa forma, a existência de acionistas majoritários resolveria os problemas de agência, visto que eles têm interesse na maximização dos lucros e controle suficiente sobre os ativos da firma, para garantir que os seus direitos sejam respeitados.

Posto isso, apresentam-se as seguintes proposições acerca do papel da estrutura de propriedade como mecanismo de governança:

Proposição 5: Quanto maior a participação do principal acionista, ou dos maiores acionistas, no capital total da firma, maior o monitoramento dos dirigentes (mais efetivo é o controle).

Proposição 6: Quanto maior a participação acionária de instituições (investidores institucionais) no capital total da firma, maior o monitoramento dos dirigentes, isto é, maior a eficiência do controle.

A teoria da agência considera os benefícios da concentração da propriedade, isto é, o aumento no monitoramento e o alinhamento entre os objetivos de acionistas e de dirigentes com posições acionárias significativas na firma. No entanto, Shleifer e Vishny (1997) assinalam a possibilidade de haver, também, custos associados à concentração da propriedade.

⁷ Quando os direitos de controle estão concentrados nas mãos de um pequeno número de investidores que detêm, conjuntamente, elevada participação nos fluxos de caixa, uma ação consensual é mais fácil do que quando os direitos de controle estão divididos entre muitos deles.

Esses autores ressaltam que a concentração de propriedade é um mecanismo de controle de dirigentes que pode acarretar desvantagens, em termos de valor da empresa, para os acionistas minoritários, visto que os majoritários preocupam-se com os seus próprios objetivos, que não são, necessariamente, os mesmos dos pequenos investidores. Como consequência, a separação entre propriedade e controle nas companhias de capital concentrado pode gerar outro tipo de relacionamento de agência, que se caracteriza pela divergência de interesses entre acionistas majoritários e minoritários.

A estrutura de capital não reuniria, nesse caso, as condições necessárias para representar um mecanismo eficiente de controle de dirigentes e, conseqüentemente, de redução dos problemas de agência, o qual resultaria em uma melhor performance da firma. Nessas circunstâncias, os dirigentes seriam amplamente influenciados pelos acionistas controladores, os quais podem buscar o alcance de benefícios privados, ameaçando os interesses dos pequenos investidores.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), a possibilidade de conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários é ainda maior quando os direitos de controle são superiores aos direitos sobre os fluxos de caixa da companhia. Essa estrutura de controle é observada quando há o desvio da regra que estabelece o direito a um voto para cada ação; ou seja, quando há emissões de ações sem direito a voto e, também, quando há estruturas piramidais, em que uma empresa detém o controle de uma outra, que, por sua vez, controla uma terceira companhia, e assim sucessivamente. Pressupõe-se, assim, a existência de uma associação positiva entre a participação dos grandes acionistas no fluxo de caixa e o valor da firma.

Em seu estudo acerca da concentração da estrutura de propriedade, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) observaram que os acionistas controladores estão presentes na maioria das grandes companhias de 27 países ricos, sendo representados, normalmente, pelo Estado ou por famílias. Ademais, esses acionistas possuem direitos de controle que excedem os seus direitos sobre os fluxos de caixa da companhia, o que decorre, principalmente, da utilização de estruturas piramidais e da participação dos acionistas majoritários na administração.

Esses autores argumentam, então, que as grandes companhias possuem um problema de separação entre propriedade e controle, mas com natureza diferente daquela descrita por Berle e Means (1932). A maioria dessas empresas é conduzida pelos próprios controladores, sendo

os executivos principais, geralmente, membros da família fundadora. De um lado, eles têm o poder suficiente para monitorar os dirigentes, quando não assumem diretamente a administração da companhia; de outro, podem usar do seu poder de influência sobre a administração da firma para espoliar os acionistas minoritários.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) argumentam, ainda, que os acionistas majoritários que possuem elevados direitos sobre os fluxos de caixa têm menos incentivos para tomar decisões que desfavoreçam ou prejudiquem os minoritários, embora o problema não seja completamente eliminado. Esses autores apresentam como argumento central o fato de a concentração de propriedade estar relacionada, sobretudo, à fraca proteção legal dos investidores minoritários.

Claessens *et al.* (2002) corroboraram a hipótese de ligação positiva entre o valor da firma (medido pelo índice valor de mercado/valor contábil das ações) e a participação de grandes acionistas no fluxo de caixa para uma amostra de empresas asiáticas cotadas em bolsa. Ademais, os seus resultados mostraram que quanto maior o desvio entre os direitos de controle (percentual de direitos de voto do maior acionista) e os de fluxo de caixa (percentual de propriedade) menor o valor da firma.

Essa análise sugere que a separação entre os direitos sobre os fluxos de caixa e os direitos sobre o controle pode gerar problemas de agência. Ou seja, há um risco de espoliação dos acionistas minoritários pelos majoritários na amostra de companhias de países asiáticos emergentes. Corroboraram-se, portanto, as suposições de Shleifer e Vishny (1997) e de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999).

A concentração da estrutura de propriedade nas empresas brasileiras listadas na Bovespa foi revelada por alguns estudos, tais como Valadares e Leal (2000). Eles verificaram que o maior acionista detém, em média, 41% do capital acionário total e que, em conjunto, os cinco maiores acionistas possuem, em média, 61% desse capital. A concentração ocorre, sobretudo, com o capital votante, visto que na maioria das empresas um único acionista detém mais de 50% das ações com direito a voto. Diante desse contexto, os autores concluem que os conflitos mais importantes nas empresas brasileiras ocorrem entre os acionistas majoritários (controladores) e os minoritários.

Similarmente, Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) e Carvalhal-da-Silva (2004) mostraram que há alto grau de concentração do capital votante nas empresas brasileiras e que,

em média, as empresas são controladas pelos seus três maiores acionistas. Além disso, esses autores mostraram que há uma diferença razoável entre os percentuais de capital votante e os de capital total pertencente aos maiores acionistas.

Entende-se, assim, que a estrutura de capital e de controle característica da maioria das grandes companhias brasileiras não apresenta, necessariamente, o conjunto de condições para que esse mecanismo funcione como um mecanismo eficiente de controle dos problemas de agência. As decisões tomadas nas empresas são, possivelmente, influenciadas pelos acionistas controladores, os quais podem buscar o alcance de seus próprios objetivos em detrimento dos minoritários. Conseqüentemente, em tal contexto é possível que outros instrumentos de governança assumam uma importância mais significativa na redução dos conflitos de agência.

Fundamentando-se nas suposições de Shleifer e Vishny (1997) e La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e nas evidências empíricas de Claessens *et al.* (2002) e dos autores brasileiros supracitados, apresenta-se a seguinte proposição:

Proposição 8: Quanto menor a diferença entre a participação do maior acionista, ou dos maiores acionistas, no capital votante e a sua participação no capital total da companhia, maior a convergência de interesses entre as categorias de acionistas.

Vários trabalhos sobre a associação entre estrutura de propriedade e performance da firma vêm sendo conduzidos desde os anos de 1980. Todavia, os resultados das evidências empíricas são bastante controversos. Às vezes eles são simplesmente não-conclusivos e às vezes, até mesmo, contraditórios. As análises são conduzidas, normalmente, a partir de três abordagens alternativas: da convergência de interesses entre acionistas e dirigentes; do entrincheiramento dos dirigentes (o que significa que quando a propriedade ultrapassa certos patamares eles se sentem estabelecidos na companhia, empreendendo, por conseguinte, estratégias que os permitam manter suas posições e benefícios); e da neutralidade da estrutura de propriedade.

De um lado, há um enfoque que rejeita toda e qualquer associação entre a composição acionária e a performance, o que implica a inexistência de uma estrutura de propriedade ideal para as firmas. Isto é, cada qual adota a estrutura que melhor lhe ajusta. Nessa perspectiva, fundamentada sobretudo na evidência empírica de Demsetz e Lehn (1985), supõe-se que a estrutura de propriedade e a performance sejam determinadas de forma endógena; ou seja, que cada companhia escolhe, de forma ótima, a sua composição de capital.

De outro lado, há uma abordagem que pressupõe a existência de uma associação entre a estrutura de propriedade e a performance das companhias e busca, então, verificar quais são as características de uma melhor estrutura de propriedade, isto é, a composição acionária que conduza a um melhor desempenho. Nesse enfoque, existem duas linhas. A primeira supõe a existência de uma associação linear e positiva entre essas variáveis (hipótese da convergência de interesses entre acionistas e administradores, propiciada pela concentração de propriedade). A segunda pressupõe uma associação não-linear entre a propriedade e o valor da firma (hipótese de entrincheiramento dos dirigentes, observada quando as suas posições acionárias ultrapassam determinados limites, reduzindo o valor da companhia). Neste enfoque, encontram-se, por exemplo, os trabalhos desenvolvidos por Morck, Shleifer e Vishny (1988), McConnell e Servaes (1990) e Hermalin e Weisbach (1991), que observaram a existência de um relacionamento não-linear entre posição acionária e valor da firma.

Demsetz e Lehn (1985) analisaram o relacionamento linear entre o valor contábil da firma e a concentração da propriedade (medida pelo percentual de ações mantido pelos cinco e pelos vinte maiores acionistas, além do índice Herfindahl de concentração de propriedade). Eles não esperavam encontrar qualquer efeito da estrutura de propriedade sobre o valor da firma e trataram-na como sendo determinada de maneira endógena. Os seus resultados corroboraram a hipótese testada – ou seja, a inexistência de associação entre a taxa de retorno contábil e as posições acionárias de grandes acionistas. Evidência similar foi observada por Holderness e Sheehan (1988) ao rejeitar a hipótese de que existem diferenças significativas entre as taxas de retorno e o Q de Tobin de companhias com propriedades concentrada e difusa.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) argumentaram que Demsetz e Lehn (1985) impuseram uma especificação linear no relacionamento entre a propriedade de acionistas majoritários (ao invés da participação dos dirigentes) e o valor da firma, o que eles consideraram inapropriado. A hipótese desses autores é de que existe um entrincheiramento dos dirigentes, que afeta negativamente o valor da firma em determinados intervalos de elevada propriedade.

Em sua análise empírica, Morck, Shleifer e Vishny (1988) observaram a existência de uma associação não-linear entre a propriedade dos dirigentes (membros do Conselho de Administração) e o valor da firma (medido pelo Q de Tobin). Eles verificaram um aumento na valorização da firma quando os acionistas detêm a propriedade de ações no intervalo de 0% a 5% e um decréscimo no intervalo entre 5% e 25%. Acima desse percentual a valorização da firma relaciona-se positivamente à propriedade dos investidores internos, mas a significância

estatística é bastante fraca. Nesse estudo, os autores incluíram, ainda, os seguintes fatores de controle que podem estar associados à valorização da firma: gastos com pesquisa e desenvolvimento em relação ao valor contábil dos ativos, gastos com publicidade em relação aos ativos, alavancagem, tamanho da firma e *dummies* industriais.

Shleifer e Vishny (1997) entendem que os resultados dessa análise são consistentes com o papel dos incentivos na redução dos custos de agência, visto que a performance melhora com o aumento inicial na propriedade dos acionistas administradores. Porém, quando a propriedade ultrapassa um certo patamar, os acionistas majoritários obtêm o controle quase completo e preferem usar a firma para gerar benefícios privados, não dividindo com acionistas minoritários o rendimento gerado.

De maneira semelhante a Morck, Shleifer e Vishny (1988), McConnell e Servaes (1990) analisaram o relacionamento entre o Q de Tobin e a propriedade de *insiders*, *blockholders* e investidores institucionais. Os seus resultados corroboraram a hipótese de associação não-linear entre a participação de *insiders* e o valor da firma. Observou-se uma relação positiva até o limite aproximado de 40% e 50% de propriedade desses acionistas, havendo um decréscimo após esse percentual. Quanto à presença de instituições, os resultados confirmaram a hipótese de monitoramento eficiente, que pressupõe uma relação positiva entre o valor da firma e o percentual de propriedade dos investidores institucionais. Ao contrário, não se observou nenhum efeito da presença de *blockholders* sobre o valor da firma.

Hermalin e Weisbach (1991) verificaram se existe associação entre o Q de Tobin, a propriedade dos administradores e a composição do Conselho de Administração, levando em consideração a endogeneidade. Não foi identificada relação entre valorização e composição do Conselho, mas a propriedade mostrou-se relevante e na mesma direção dos resultados de Morck, Shleifer e Vishny (1988) e McConnell e Servaes (1990). Observou-se que a baixos níveis de propriedade, menos de 1%, a performance melhora com o aumento da propriedade dos administradores, sugerindo que nesse patamar os interesses de dirigentes e acionistas estão alinhados. Acima desse percentual a relação é negativa no intervalo de 1% a 5%, positiva entre 5% e 20% e decrescente a partir desse nível de propriedade dos *insiders*.

Outros estudos mais recentes, tais como Holderness, Kroszner e Sheehan (1999), também corroboraram os resultados de Morck, Shleifer e Vishny (1988). Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), no entanto, argumentam que esse tipo de análise, geralmente, desconsidera a

possibilidade de endogeneidade da estrutura de propriedade, o que torna suas conclusões questionáveis. Eles trataram a mudança na propriedade dos *insiders* como endógena e não encontraram nenhum efeito sobre a performance da firma.

Cho (1998) obteve resultados consistentes com o estudo de Morck, Shleifer e Vishny (1988) ao analisar a associação entre o valor da firma e a propriedade dos administradores em uma amostra *cross-section*, empregando o método de mínimos quadrados ordinários e sem controlar o efeito da endogeneidade. Após essa análise ele propôs o seguinte sistema de equações simultâneas:

Propriedade dos *insiders* = f (valor de mercado das ações ordinárias, valor da firma, investimento, volatilidade dos lucros, liquidez, indústria)

Valor da firma = g (propriedade dos *insiders*, investimento, alavancagem financeira, tamanho do ativo, indústria)

Investimento = h (propriedade dos *insiders*, valor da firma, volatilidade dos lucros, liquidez, indústria)

Quando estimada essa regressão de equações simultâneas utilizando mínimos quadrados de dois estágios, constatou-se que o valor da firma afeta a estrutura de propriedade, e não o contrário, invertendo, portanto, a interpretação do relacionamento entre essas duas variáveis. Esse autor concluiu que os seus resultados fazem emergir questões importantes acerca da exogeneidade da estrutura de propriedade. Ele sugere, ademais, que os estudos anteriores podem ter estimado modelos mal especificados.

Demsetz e Villalonga (2001) também sugerem que resultados como os de Morck, Shleifer e Vishny (1988) e McConnell e Servaes (1990) são questionáveis, posto que ignoraram a possível endogeneidade da estrutura de propriedade. O argumento desses autores é que aspectos como informação interna (*insider information*) e compensação baseada em desempenho fazem com que a probabilidade de a performance da firma afetar a estrutura de propriedade seja igual à probabilidade de essa variável afetar a performance. A compensação por meio de opções de ações representa, também, uma possibilidade para a causalidade reversa, em que a performance da firma influencia a estrutura de propriedade. Destarte, o fato de a estrutura de propriedade ser, possivelmente, endógena e determinada, entre outros fatores, sugere que essa característica deve ser considerada ao examinar-se a sua associação

com a performance. A não-observância desse aspecto poderia resultar em estimativas viesadas.

Esses autores encontraram, também, evidência de uma relação reversa entre estrutura de propriedade e performance da firma. O modelo econométrico empregado constituiu-se de duas equações: na primeira, a variável dependente é a performance da firma, medida pelo Q de Tobin; na segunda equação, é representada pela porcentagem de ações mantida pelos administradores. De maneira semelhante aos resultados de Cho (1998), a análise de Demsetz e Villalonga (2001) mostrou que há uma associação entre a estrutura de propriedade e a performance da firma apenas quando é utilizado o método de mínimos quadrados ordinários. Quando a endogeneidade foi considerada, mediante o emprego do método de equações simultâneas, o efeito desapareceu.

No Brasil, tendo em vista a estrutura de propriedade concentrada das empresas, o principal conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e minoritários, sendo esse conflito intensificado pela separação entre os direitos de controle – direitos de voto – e os direitos sobre o fluxo de caixa – participação no capital total.

Silveira *et al.* (2004) examinaram se a diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores está estatisticamente associada ao valor de mercado das companhias listadas na Bovespa no período de 1999 a 2002, sendo medido pelo Q de Tobin. A hipótese sustentada por esses autores é de que quanto maior a diferença entre o direito de voto do acionista controlador e seu direito sobre o fluxo de caixa, maior o potencial de espoliação dos minoritários e, por conseqüência, menor será o valor da empresa. Uma vez que os resultados não se mostraram estatisticamente significantes, a hipótese desse estudo não pode ser corroborada.

Similarmente, Aldrighi e Neto (2005) mensuraram os desvios entre os direitos de controle e os de fluxo de caixa do acionista com maior porcentagem de capital votante das empresas brasileiras de capital aberto. A hipótese defendida por esses autores é de que o deslocamento de direitos representa uma *proxy* para o potencial de espoliação dos minoritários pelo controlador. Observaram-se discrepâncias substanciais entre direito de controle e direito de fluxo de caixa nas empresas pesquisadas, resultante, sobretudo, da emissão de ações preferenciais sem direito a voto e da utilização de esquemas piramidais.

A influência da estrutura de controle sobre as decisões relativas à estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na Bovespa entre 1995 e 2002 foi analisada por Prociandy e Schnorrenberger (2004), sendo observada uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a variável que representa a quantidade de acionistas que detêm, em conjunto, 51% das ações com direito a voto e os índices de endividamento considerados. Esse resultado está em conformidade ao esperado, já que a hipótese sustentada por esses autores é de quanto maior o número de acionistas que dividem o controle maior a propensão para assumir risco financeiro. Eles verificaram, ainda, se havia relação entre a variável participação percentual acumulada dos três maiores acionistas nas ações com direito a voto e o índice de dívidas, sendo corroborada a hipótese de que quanto maior essa participação menor o risco financeiro assumido, o que sugere uma maior aversão ao endividamento quando a estrutura de controle da companhia é mais concentrada.

Enfim, conforme argumentado por Holderness (2003), o relacionamento entre a estrutura de propriedade e o valor da firma precisa, ainda, ser clareado, de maneira a informar qual é o sentido da causalidade e se existe, na verdade, o efeito de variáveis ausentes, ou seja, de um terceiro fator que influencie ambas as variáveis.

4.1.3 Incentivos aos administradores (contratos de compensação)

Na perspectiva da teoria da agência, os incentivos aos administradores de uma companhia representam um componente importante da sua estrutura de governança, pois, conforme argumentado por Jensen e Meckling (1976), em todo relacionamento de agência, o que envolve a delegação de alguma autoridade de tomada de decisão, o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. Esses autores sugerem que é possível limitar as divergências entre os interesses das partes que compõem os contratos nas organizações mediante o estabelecimento de incentivos apropriados para o agente.

A compensação dos executivos representa um mecanismo de alinhamento de interesses, podendo ser em termos de sua participação acionária na companhia, da posse de opções de compra de ações ou de remuneração em dinheiro, comissões e bônus, entre outras possibilidades. Dessa forma, sob o arcabouço da teoria da agência, os contratos de incentivos são eficientes desde que permitam a minimização dos problemas de agência e, por

consequente, conduzam à maximização do valor dos acionistas.

Nessa ótica, a construção do argumento baseia-se no pressuposto de que os conflitos de interesses na empresa decorrem da separação entre a propriedade e a decisão. Ou seja, os indivíduos responsáveis pela tomada das decisões não são os seus credores residuais. Jensen e Meckling (1976) mostraram que os administradores, que detêm parcelas muito pequenas do capital, tendem a apresentar um comportamento oportunista que se caracteriza pelo consumo de benefícios particulares, visto que eles suportam apenas parcialmente os custos resultantes dessa prática. Para reduzir esse problema, esses autores sugerem que uma solução potencial seria aumentar a parcela de ações dos investidores internos, o que tornaria as suas riquezas pessoais mais vulneráveis aos efeitos das suas decisões na firma.

Os estudos desenvolvidos nesse arcabouço teórico consideram, todavia, um leque mais amplo de instrumentos de compensação aos dirigentes. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que os contratos de incentivo *ex-ante*, os quais permitiriam o alinhamento dos interesses de administradores e investidores, podem apresentar formatos diversos, incluindo a participação na propriedade, o uso de opções de ações ou, conforme Fama (1980), uma ameaça de demissão em caso de baixas rentabilidades. Supõe-se que os incentivos diversos permitiriam a convergência de interesses nas companhias e, por consequência, a maximização do seu valor.

Jensen e Murphy (1990) argumentam que há muitas maneiras por meio das quais a política de remuneração pode incentivar a tomada de decisões compatíveis com a geração de valor da empresa, dentre as quais a revisão de salários e bônus, a utilização de opções de ações e a ameaça de desligamento dos executivos em função da performance. Eles analisaram, então, a magnitude dos incentivos proporcionada por cada uma dessas três dimensões.

Inicialmente, Jensen e Murphy (1990) estimaram a sensibilidade entre a remuneração em dinheiro e a riqueza dos acionistas, mediante a seguinte equação de regressão:

$$\Delta (\text{salário do CEO} + \text{bônus})_t = a + b\Delta (\text{riqueza do acionista})_t \quad [1]$$

Em que: $\Delta (\text{salário do CEO} + \text{bônus})_t$ representa a primeira diferença na remuneração em dinheiro recebida; e $\Delta (\text{riqueza do acionista})_t$ é igual $r_t V_{t-1}$, isto é, a taxa de retorno realizada sobre ações ordinárias (r_t) multiplicada pelo valor da firma no início do período (V_{t-1}).

A partir da estimativa desse modelo, observou-se uma associação positiva e significativa entre as variáveis analisadas. Mas Jensen e Murphy (1990) consideraram muito pequena a dimensão do coeficiente obtido. Ou seja, a importância econômica da sensibilidade da remuneração em dinheiro dos CEOs às mudanças no valor de mercado das ações mostrou-se reduzida, em face do efeito que se espera dos incentivos como mecanismo de alinhamento de interesses entre administradores e acionistas, conforme proposições da teoria da agência.

Tendo em vista que os CEOs recebem uma remuneração em dinheiro que inclui outros elementos além do salário e bônus – por exemplo, planos de performance a longo prazo, planos de poupança, opções de ações, acordos de participação nos lucros e outros benefícios –, Jensen e Murphy (1990) reestimaram a relação entre compensação e performance, considerando a remuneração total dos CEOs, a qual compreende alguns desses itens. Todavia, os resultados não se mostraram diferentes dos anteriores. Ou seja, embora a associação seja positiva e significativa, a magnitude do coeficiente de sensibilidade é muito pequena.

Após essa análise, Jensen e Murphy (1990) estimaram o relacionamento entre a variação no valor das opções e a mudança na riqueza dos acionistas, pois a base de dados que eles utilizaram não incluía esse incentivo como parte do pagamento total dos CEOs. Eles observaram uma relação positiva e significativa, sendo o valor do coeficiente um pouco maior do que no caso da remuneração em dinheiro, mas considerado, também, pequeno. Em seguida, Jensen e Murphy (1990) analisaram o efeito da participação acionária dos CEOs e concluíram que se trata do incentivo mais importante, com maior relevância econômica, dentre os instrumentos de remuneração por eles analisados.

Finalmente, esses autores examinaram o papel da ameaça de demissão como mecanismo de incentivo para os administradores. Supôs-se que a chance de o CEO deixar a companhia seja maior após uma performance ruim, o que os disciplinaria. Jensen e Murphy (1990) utilizaram, então, uma regressão logística, em que o *turnover* do CEO foi estimado em função da performance da firma. No entanto, os seus dados mostraram que a probabilidade de o CEO ser demitido após uma má performance não é elevada, sugerindo que, para a amostra analisada, esse mecanismo não exerce um papel importante como incentivo.

Em resumo, embora esses autores tenham observado, em média, uma associação positiva e significativa entre a performance da firma e a remuneração total dos administradores, o grau do efeito mostrou-se extremamente pequeno em relação ao que se esperava. Posto isso, Jensen

e Murphy (1990) concluíram que o comportamento dessas variáveis é praticamente independente e que os administradores das companhias norte-americanas analisadas seriam remunerados tal como os burocratas.

Hall e Liebman (1998) contestaram essa conclusão de Jensen e Murphy (1990) de quase independência entre o valor da firma e os incentivos aos executivos, argumentando que os CEOs das maiores companhias dos Estados Unidos não são remunerados como burocratas. Segundo Hall e Liebman (1998), todas as análises que sugeriram a independência entre compensação e performance ignoraram as variações no valor das ações e opções sobre ações mantidas pelos administradores, os quais constituem os elementos principais dos incentivos. Ou seja, não se consideraram as reavaliações dos seus portfólios. Assim, o fraco relacionamento observado seria o resultado de uma falha na mensuração dos incentivos, da desconsideração dos componentes mais sensíveis às variações na riqueza dos acionistas.

As diferenças entre esse estudo e o de Jensen e Murphy (1990) são: em primeiro lugar, as bases de dados utilizadas, que, sendo mais recentes, incluem maiores detalhes sobre as opções de ações, instrumento de compensação aos executivos que se tornou muito freqüente nos Estados Unidos a partir dos anos de 1980; e, em segundo lugar, a utilização de diferentes medidas de sensibilidade nos modelos estimados.

Inicialmente, Hall e Liebman (1998) examinaram o relacionamento entre o logaritmo da mudança no salário e bônus pagos aos CEOs e a performance da firma. Os resultados dessa análise, embora apresentem um coeficiente um pouco mais elevado, são consistentes com os estudos realizados anteriormente, principalmente o de Jensen e Murphy (1990).

Em seguida, Hall e Liebman (1998) utilizaram a remuneração total dos CEOs, que inclui salários, bônus, posições em ações, outras remunerações e mudanças ocorridas no valor das ações e opções mantidas. Nesse caso, observou-se uma associação positiva e significativa com a performance, em que esses dois últimos componentes dos incentivos se mostraram os mais relevantes. Isto é, o relacionamento entre a remuneração dos executivos e a riqueza dos acionistas se explica, principalmente, em função da reavaliação do portfólio de ações e opções mantido pelos executivos. A partir dos seus resultados, Hall e Liebman (1998) concluíram apenas que as variáveis analisadas não se comportam de modo independente e que os CEOs norte-americanos não são remunerados como burocratas. Eles não analisaram se a sensibilidade é suficiente e tampouco o contrário.

De acordo com Murphy (1998), a literatura sobre os incentivos não alcançou ainda um consenso sobre a metodologia e as medidas a serem utilizadas na avaliação da relação entre a remuneração do CEO e a performance da companhia. Normalmente, estima-se o seguinte modelo de regressão:

$$(\text{compensação do CEO})_{it} = \gamma_i + \alpha_{it} + \beta_i (\text{performance})_{it} \quad [2]$$

Em que: γ_i é um efeito específico da firma ou do CEO, mas que não varia com o tempo; α_{it} é uma tendência; “performance” é um vetor de medidas de desempenho financeiro (contemporâneo ou defasado); e β_i é o vetor dos coeficientes.

Alternativamente, supõe-se que os coeficientes são constantes no tempo e entre executivos ($\alpha_i = \alpha$ e $\beta_i = \beta$), escolhem-se os componentes da compensação que serão incluídos e estima-se a equação acima utilizando a metodologia de efeitos fixos ou de primeira diferença:

$$\Delta (\text{compensação do CEO})_{it} = \alpha + \beta \Delta (\text{performance})_{it} \quad [3]$$

Ademais, os pesquisadores devem escolher quais escalas serão utilizadas para representar a compensação do CEO – valor monetário ou o seu logaritmo – e a performance financeira da firma – valor monetário ou taxas de retorno. A diferença resultante da aplicação de uma dessas especificações restringe-se à interpretação dos coeficientes das regressões. Isto é, como sensibilidades, tal como a equação estimada por Jensen e Murphy (1990), ou como elasticidades, em que se estima a seguinte regressão:

$$\Delta \ln (\text{compensação do CEO})_{it} = \alpha + \beta \Delta \ln (\text{performance})_{it} \quad [4]$$

Zhou (1999) empregou ambas as especificações – isto é, a sensibilidade e a elasticidade da remuneração em relação à riqueza dos acionistas – em uma amostra de companhias norte-americanas e canadenses. Ele analisou tanto a compensação direta em dinheiro (salário, bônus e outros benefícios), que constitui o componente principal da remuneração nas firmas analisadas, quanto a participação acionária relativa dos CEOs nas companhias. Verificou-se uma associação positiva entre as variáveis, mas a magnitude do coeficiente de sensibilidade dos incentivos dos CEOs à variação na riqueza dos acionistas foi pequena, embora tenha sido superior ao encontrado por Jensen e Murphy (1990).

Similarmente, Kaplan (1994) estimou um modelo de semi-elasticidade da mudança no logaritmo da remuneração em dinheiro de executivos japoneses e norte-americanos (salário e

bônus) em relação às medidas de performance financeira, em termos tanto de valorização de mercado (retorno das ações) quanto de rentabilidade contábil.

Para medir a compensação dos CEOs, esse autor utilizou o montante anual total em dinheiro pago a todos os diretores, ou seja, dados agregados para o grupo de diretores. Kaplan (1994) utilizou, também, o resultado da divisão desta variável pelo número de diretores das companhias, isto é, a compensação por executivo. Empregou-se essa medida agregada porque no Japão as companhias não são obrigadas a divulgar informações detalhadas sobre a remuneração dos diretores individuais e tampouco sobre os seus componentes.

Observou-se uma associação positiva e significativa entre as duas variáveis de remuneração dos CEOs e todas as medidas de performance financeira analisadas para a amostra de firmas tanto japonesas quanto norte-americanas, corroborando, assim, a hipótese de que o relacionamento entre essas duas variáveis é observado, também, em países com características de mercado e de cultura distintas dos Estados Unidos.

Kaplan (1994) incluiu em sua análise a participação acionária dos executivos na companhia. Assim como Jensen e Murphy (1990), ele observou uma relação positiva e significativa com as variáveis de performance financeira, embora os coeficientes tenham apresentado uma magnitude ainda menor. Esse autor também verificou que a performance afeta negativamente o *turnover* dos diretores de ambas as amostras estudadas. Enfim, as conclusões dessa análise são, em vários aspectos, semelhantes às de Jensen e Murphy (1990).

Kato, Kim e Lee (2007) utilizaram o mesmo modelo de semi-elasticidade de Kaplan (1994) para testar o relacionamento entre a remuneração em dinheiro dos executivos e a performance de mercado da firma em uma amostra em painel de companhias coreanas. Devido à ausência de dados detalhados sobre os salários dos executivos coreanos, esses autores empregaram como *proxy* o valor total da compensação em dinheiro de todos os diretores, tal como o fez Kaplan (1994). Eles estimaram, então, a associação entre essa variável e o retorno das ações da firma, que se mostrou positiva e significativa, corroborando os resultados desse autor.

Ademais, Kato, Kim e Lee (2007) incluíram em sua análise a participação acionária dos executivos e, também, uma variável *dummy*, que indicou se a empresa possuía ou não um plano de incentivos na forma de opções de ações. Não se observou um relacionamento significativo para esses fatores, contrariando, assim, evidências anteriores, tais como Jensen e Murphy (1990), que revelaram a influência desse tipo de compensação aos CEOs. Nessa

pesquisa, os incentivos relevantes ao grupo de executivos coreanos se restringiram, portanto, aos pagamentos totais em dinheiro.

Conclusões um pouco diferentes acerca do efeito dos incentivos foram extraídas a partir de uma análise de companhias abertas chinesas. Firth, Fung e Rui (2006) examinaram a sensibilidade da remuneração total em dinheiro do executivo principal (salário, bônus e comissões) às variações na riqueza dos acionistas, medida em termos de retorno de mercado das ações e de rentabilidade contábil (lucro operacional sobre as vendas). Devido à natureza particular da estrutura de propriedade na China, esses autores incluíram na análise o tipo de investidor dominante nas companhias da amostra, isto é, se o acionista controlador representa o Estado ou uma entidade privada nacional ou estrangeira.

As companhias chinesas são obrigadas a divulgar em seu relatório anual o valor total da remuneração do grupo de diretores e o salário mais elevado entre os executivos. Nesse estudo, esta última variável foi empregada como uma *proxy* para a remuneração dos CEOs. Firth, Fung e Rui (2006) estimaram um modelo de sensibilidade semelhante ao de Jensen e Murphy (1990). Mas, em termos globais, eles não observaram influência significativa das alterações na riqueza dos acionistas sobre a compensação dos executivos chineses.

Não obstante, ao considerar as diferentes categorias de acionistas controladores, mediante a divisão da amostra por tipo de investidor, observaram-se algumas associações positivas e significativas. Quando o principal acionista é o Estado, não se verificou um relacionamento significativo entre as variáveis analisadas. Isto é, a performance financeira da firma não influencia a remuneração dos CEOs. Ao contrário, quando as empresas são controladas por investidores privados, observa-se um efeito positivo e significativo das variações no retorno das ações e na rentabilidade contábil sobre os incentivos em dinheiro aos executivos, embora a magnitude do coeficiente de sensibilidade seja muito pequena, assim como constatado anteriormente por Jensen e Murphy (1990). De maneira similar, as companhias com investidores estrangeiros também apresentam sensibilidade entre performance e compensação.

Firth, Fung e Rui (2006) concluíram que, possivelmente, essas diferenças de relacionamento entre as variáveis de retorno da firma e os incentivos aos executivos sejam geradas pela maior participação dos acionistas controladores nos fluxos de caixa das companhias de capital privado, o que os motiva a incentivar os executivos em função da performance financeira.

Nesta pesquisa, que se baseia fundamentalmente na teoria da agência, consideram-se eficientes os incentivos que permitam o alinhamento dos interesses dos executivos aos dos acionistas e, como consequência, minimizem os conflitos de agência. A partir desse arcabouço teórico e da evidência empírica acerca do papel da remuneração dos executivos como mecanismo de governança corporativa, apresentam-se as seguintes proposições:

Proposição 9: Quanto maior a variação na remuneração total em dinheiro dos executivos (equipe dirigente), maior o alinhamento de seus interesses com os dos acionistas.

Proposição 10: A existência de um plano de incentivo de dirigentes na forma de opções de compra de ações aumenta o alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas, reduzindo os problemas de agência.

Alguns autores, tais como Finkelstein e Hambrick (1989), Core, Holthausen e Larcker (1999) e Hartzell e Starks (2003), argumentam que a compensação dos CEOs pode ser uma função de outros mecanismos de governança corporativa. Ou seja, a eficiência dos incentivos aos executivos em minimizar os problemas de agência depende de outros instrumentos de controle, tais como do monitoramento do Conselho de Administração e da composição acionária da companhia.

Finkelstein e Hambrick (1989) sugerem que a compensação do CEO depende da influência que ele exerce sobre o Conselho de Administração. Core, Holthausen e Larcker (1999) sugerem que a remuneração dos executivos é uma função da estrutura de propriedade da companhia e das características do Conselho de Administração. Eles argumentam, por exemplo, que o papel da remuneração torna-se menos pronunciado quando a propriedade é concentrada. Segundo Hartzell e Starks (2003), a maior participação de instituições na propriedade da companhia afeta a sensibilidade da compensação dos executivos em relação às variações na riqueza dos acionistas.

Finkelstein e Hambrick (1989) defendem a hipótese de que o poder do CEO sobre o Conselho de Administração determina a sua remuneração. Para verificar a existência de tal efeito, eles argumentam que o modelo apropriado consiste em relacionar o impacto da estrutura de propriedade da companhia na compensação dos seus CEOs. Posto isso, esses autores dividiram a sua amostra em função de três tipos de estrutura de propriedade: a) companhias cujas ações se concentram nas mãos dos seus administradores; b) companhias cujas ações são mais dispersadas, sendo mantidas por diversos acionistas; e c) companhias em que as ações

estão em poder de um número reduzido de acionistas não-dirigentes.

A análise consistiu em verificar a correlação entre o retorno sobre o patrimônio líquido da companhia e a remuneração em dinheiro recebida pelo CEO nas três subamostras construídas a partir das características de propriedade. Esperava-se que a performance fosse mais fortemente relacionada à propriedade nas companhias em que as ações se concentram em poder de um pequeno número de acionistas externos, visto que essa categoria de proprietários teria maior interesse em incentivar os dirigentes a maximizar a sua riqueza. Os resultados se mostraram, todavia, contrários a essa hipótese, sendo observada uma correlação mais forte entre a compensação dos CEOs e a rentabilidade nas companhias com propriedade dispersa. No entanto, cabe ressaltar que, embora contrarie as expectativas de Finkelstein e Hambrick (1989), esta evidência corrobora a hipótese de maior associação entre incentivos e rentabilidade nas companhias em que há separação entre controle e decisão.

Hartzell e Starks (2003) examinaram se a presença de investidores institucionais no capital das companhias afeta a sua governança corporativa. Para isso, analisaram a associação entre a concentração de propriedade em poder de instituições – medida pela parcela do capital mantida pelos cinco maiores investidores institucionais e pelo índice herfindahl dos percentuais de participação das instituições – e a compensação dos executivos, representada pela remuneração em dinheiro (salário e bônus) e pela compensação total, o que inclui posições em ações e opções. Observou-se um relacionamento positivo e significativo entre as variáveis mudança na compensação dos executivos (expressa pela primeira diferença, tal como em Jensen e Murphy (1990)) e a interação entre concentração de propriedade em poder de instituições e variação na riqueza dos acionistas.

Os resultados dessa análise permitiram aos autores concluir que a associação positiva e significativa entre a sensibilidade da compensação dos executivos à variação na riqueza dos acionistas e a concentração de propriedade nas mãos de investidores institucionais constitui uma evidência de que a presença de instituições nas firmas serve como um mecanismo para reduzir os problemas de agência, que é complementar aos incentivos dos CEOs. Isto é, os dois mecanismos funcionam conjuntamente.

Hartzell e Starks (2003) verificaram se o nível de compensação dos executivos relaciona-se à participação de instituições no capital da companhia. Observou-se que o nível de remuneração dos CEOs, medido por ambas as variáveis de compensação consideradas no estudo, é uma

função decrescente da concentração de propriedade nas mãos de investidores institucionais. Essa evidência sugere que as instituições exercem maior monitoramento em relação à magnitude dos incentivos aos executivos.

No entanto, tendo em vista que propriedade institucional e compensação podem ser, na verdade, determinadas de maneira endógena, esses autores consideraram o *timing* na análise. Isto é, eles examinaram se as variações na concentração de propriedade em poder de instituições associam-se às mudanças subseqüentes na compensação, e vice-versa. Os resultados corroboraram a primeira hipótese – ou seja, são as mudanças ocorridas na propriedade dos investidores institucionais que influenciam a compensação dos executivos.

O objetivo da análise de Core, Holthausen e Larcker (1999) também consistiu em verificar se há uma associação entre o nível de compensação dos executivos e a qualidade da governança corporativa, o que, nesse estudo, compreendeu as características de eficiência do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade, conforme a teoria da agência.

Eles analisaram uma amostra de empresas norte-americanas e concluíram que as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade associam-se ao nível de remuneração dos executivos, medida por três variáveis: *compensação em dinheiro* (salário, bônus), *salário* (componente fixo) e *compensação total*, o que inclui, além dos componentes em dinheiro, outros instrumentos, como: opções de ações e planos de remuneração baseados na performance da firma.

Em relação às características do Conselho de Administração, Core, Holthausen e Larcker (1999) observaram que a compensação dos executivos é mais elevada quando: o Conselho é maior; o CEO ocupa também a função de presidente do Conselho; há uma maior proporção de conselheiros externos; e os conselheiros externos são indicados pelo próprio CEO ou são afiliados. Em geral, os sinais positivos dos coeficientes das variáveis que expressam as características do Conselho de Administração permitem supor que os executivos extraem maior compensação quando a estrutura de governança é fraca.

Quanto às variáveis de estrutura de propriedade, verificou-se que a magnitude da remuneração é uma função decrescente do percentual de propriedade do CEO na companhia e da existência de um *blockholder*, com pelo menos 5% do capital. Em geral, os sinais negativos dos coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade sugerem que uma fraca estrutura de governança possibilita maior compensação dos executivos.

Esses autores examinaram se o excesso de remuneração dos executivos – que, nesse estudo representa uma variável construída a partir da combinação linear das características do conselho de administração e da estrutura de propriedade – correlaciona-se com a performance futura da firma, em termos tanto operacionais quanto de valor de mercado das ações. Observou-se um relacionamento negativo e significativo entre essas variáveis. Core, Holthausen e Larcker (1999) entenderam que os pesos das variáveis do Conselho e a estrutura de propriedade na equação do excesso de remuneração estão relacionados à eficiência da governança da firma. Eles concluíram que as firmas com estrutura de governança fraca têm problemas de agência mais graves, apresentam uma pior performance financeira e seus executivos recebem maior compensação.

Basu *et al.* (2007) replicaram essa análise de Core, Holthausen e Larcker (1999) em uma amostra de companhias japonesas, ajustando, evidentemente, para as características específicas de governança do Japão. Para representar a remuneração dos executivos, utilizaram uma medida aproximativa calculada a partir dos valores de imposto de renda pagos pelos executivos. Observou-se uma relação positiva e significativa somente entre o nível de compensação dos executivos e a rentabilidade operacional das firmas e tão-somente na especificação que incluiu como fatores explicativos do nível de compensação aspectos de monitoramento especificamente japoneses, variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade. Em termos gerais, entretanto, os coeficientes das variáveis de performance financeira não se mostraram estatisticamente significativos.

Os resultados japoneses corroboraram os norte-americanos na análise do relacionamento entre a variação *cross-section* no pagamento dos executivos principais (excesso de remuneração prevista, conforme Core, Holthausen e Larcker (1999), e as variáveis representativas da governança, isto é, características de monitoramento japonesas exercidas pelo banco principal e pelo *Keiretsu*, do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade dessas firmas. Verificou-se a mesma associação negativa entre a performance contábil subsequente da companhia e a variável de compensação, estimada a partir da combinação linear dos outros mecanismos de governança. Essa evidência sugere, assim como na análise de companhias norte-americanas, a existência de custos de agência mais elevados nas firmas japonesas com pior governança, as quais remuneram em maiores níveis os seus executivos principais e apresentam uma pior performance em termos contábeis.

Tremblay e Chênevert (2004) também examinaram em que medida a composição da remuneração dos executivos de níveis superiores de uma amostra de empresas canadenses, francesas e inglesas é influenciada pela composição do Conselho de Administração (independência) e pela estrutura de controle da empresa, isto é, pelo fato de haver ou não um acionista majoritário na companhia e de ela ser do tipo familiar ou de capital disperso.

Os resultados dessa análise sugerem a existência de efeito da estrutura de controle sobre a remuneração dos executivos. Porém, ao contrário, a independência do Conselho de Administração não se mostrou relevante. Verificou-se que o percentual de ações do acionista majoritário relaciona-se negativamente com a remuneração na forma de ações e de opções de compra e positivamente com os programas de participação nos lucros. Ou seja, quanto maior a participação do acionista dominante na empresa, menor a tendência de oferecer uma compensação em ações e opções, e, inversamente, maior a possibilidade de incluir programas de participação dos executivos nos lucros da empresa.

Esses relacionamentos observados confirmam a teoria da agência, pois, na medida em que há concentração da propriedade, os acionistas majoritários podem exercer um controle mais forte sobre os dirigentes, o que torna menos necessários os demais mecanismos de governança. Tremblay e Chênevert (2004) argumentam que nesse tipo de companhia os acionistas dominantes procuram resolver os conflitos de agência por meio da adoção de planos de participação nos lucros, os quais lhes permitem manter o poder político e financeiro na empresa, além de motivar os administradores a tomar melhores decisões, já que eles receberão parte dos lucros da companhia.

O estudo de Magnan e St-Onge (2005) corroborou o efeito dos programas de participação nos lucros sobre a criação de valor na companhia. Eles analisaram uma amostra de cooperativas financeiras canadenses que adotaram essa forma de compensar os dirigentes e concluíram que o nível de lucros delas aumentou após a implementação desses programas. Além disso, na comparação entre o grupo de empresas que adotaram um plano de participação nos lucros com as demais companhias da amostra verificou-se a sua maior rentabilidade.

A partir das evidências empíricas discutidas, sobretudo Jensen e Murphy (1990), Tremblay e Chênevert (2004) e Magnan e St-Onge (2005), enuncia-se a seguinte proposição:

Proposição 11: A existência de um programa de participação dos dirigentes nos lucros aumenta o alinhamento dos seus interesses aos dos acionistas, reduzindo os problemas de agência.

Enfim, as evidências empíricas sobre os incentivos, o que consiste, sobretudo, no aumento do nível de propriedade dos administradores, visando ao alinhamento dos seus interesses aos dos acionistas, são tão controversas quanto os resultados das pesquisas sobre os demais mecanismos de governança. Core, Guay e Larcker (2003) argumentam que a limitação desse tipo de pesquisa está na falta de clareza sobre a direção da causalidade no relacionamento entre compensação em ações e performance. Ou seja, ao invés de elevados incentivos em ação produzirem uma melhor performance futura, é possível que as companhias que esperam um melhor desempenho ofereçam mais esse tipo de benefício. Esses autores sugerem a utilização de equações simultâneas, visto que essa técnica pode proporcionar maiores evidências sobre a direção da causalidade na função que associa a propriedade de ações dos executivos e a performance financeira da firma.

Os resultados dos estudos empíricos também sugerem que os mecanismos de governança funcionam de maneira complementar no controle dos problemas de agência. Assim sendo, a utilização de incentivos aos executivos, em suas mais variadas modalidades, depende do uso de outros instrumentos de governança – por exemplo, do monitoramento efetuado pelo Conselho de Administração e das características do capital da companhia.

4.1.4 Proteção dos acionistas minoritários

A proteção dos direitos dos investidores constitui um mecanismo externo de governança corporativa, na medida em que o ambiente legal impõe limitações à liberdade de ação dos agentes. Ou seja, permite o controle do seu comportamento, evitando que os dirigentes busquem a maximização dos seus próprios interesses em detrimento dos investidores externos. Destarte, uma elevada proteção legal dos investidores diminui a possibilidade de apropriação indevida de recursos pelos dirigentes ou acionistas controladores, diminuindo, por conseguinte, os custos de agência.

A evidência empírica nos estudos de governança corporativa indica que a proteção dos direitos dos investidores é um importante mecanismo para assegurar-lhes o retorno sobre o investimento. La Porta *et al.* (1998, 2000) argumentam que a proteção legal, representada pelas leis e pela força de sua aplicação, constitui um mecanismo-chave de governança corporativa quando há possibilidade de apropriação indevida de recursos; ou seja, quando há

problemas de agência nas companhias. Os resultados de suas análises em diversos países desenvolvidos e emergentes são consistentes com esse ponto de vista. Isto é, eles observaram que a proteção dos investidores externos torna o processo de espoliação menos eficiente e que, como consequência, os benefícios privados do controle diminuem. Ao contrário, quando os direitos dos investidores não são bem protegidos, o valor do controle é mais elevado.

Os direitos vinculados aos títulos tornam-se críticos quando os dirigentes das companhias tomam decisões de modo a favorecer os seus próprios interesses, visto que são essas garantias que oferecem aos investidores o poder de obter o retorno do seu investimento. La Porta *et al.* (1998) consideram, no entanto, incompleta essa visão de que os títulos são caracterizados pelas prerrogativas que lhes são inerentes, uma vez que ignora o fato de que tais direitos dependem das regras legais da jurisdição na qual os títulos foram emitidos e, também, da qualidade de sua aplicação. O argumento central desses autores é, portanto: o sistema jurídico de um país constitui um determinante crucial da proteção dos investidores.

La Porta *et al.* (1998, 2000) sugerem, também, que a disposição dos investidores em financiar as firmas depende do nível de proteção oferecida pelo ambiente legal em que os títulos são emitidos e que, como consequência, maiores garantias facilitariam a captação de capital externo, possibilitando a redução do custo dessa fonte de financiamento.

Nessa perspectiva, é a estrutura legal de um país e, principalmente, a origem e a tradição do seu sistema jurídico que determinam o nível de proteção dos investidores. Isto é, a lei exerce um papel essencial no controle do comportamento de dirigentes e de acionistas controladores, permitindo, dessa forma, a redução dos custos de agência. Em suma, o ambiente institucional legal constitui um mecanismo externo eficiente de controle das atitudes oportunistas dos agentes, o que garante ao(s) principal(is) o respeito dos seus interesses e, por conseguinte, a obtenção do retorno sobre os seus investimentos.

Quando financiam as firmas, os investidores são protegidos pela força das leis e regulamentações do sistema legal do país onde os investimentos são realizados. Alguns desses direitos são: transparência (*disclosure*) e aplicação das regras contábeis. Ambos fornecem as informações necessárias para que os acionistas exerçam outros direitos: de receber dividendos; de votar na escolha de diretores; de participar nas assembleias de acionistas; de subscrever novas emissões de títulos nos mesmos termos que os *insiders*; de processar diretores ou acionistas majoritários em caso de suspeita de espoliação; e de convocar

assembléias extraordinárias de acionistas (LA PORTA *et al.*, 1998, 2000).

De acordo com Shleifer e Vishny (1997), o principal direito dos acionistas é o de votar em assuntos importantes da companhia, tais como: fusões, liquidações e eleição dos membros do conselho de administração. Os autores argumentam, no entanto, que esse pode ser um mecanismo caro, pois em muitos países os acionistas não podem votar por correio e precisam comparecer às assembléias. A facilitação do exercício do direito de voto seria, assim, um elemento crucial de proteção dos investidores, o qual nem sempre está previsto no sistema legal de vários países.

La Porta *et al.* (1998) visaram identificar em quais aspectos as leis de proteção dos investidores divergem entre 49 países, emergentes e desenvolvidos; como varia a qualidade de implementação dessas leis; e se essas variações influenciam a estrutura de propriedade das firmas. Inicialmente, identificaram a tradição legal na qual se inspira a lei das sociedades ou o código comercial de cada um dos países da amostra, classificando-os em quatro grupos: Lei ordinária inglesa (*English Common Law*); Código Comercial francês (*French Commercial Code*); Código Comercial alemão (*German Commercial Code*); e Lei Civil escandinava (*Scandinavian Civil Law*).

Em seguida, para identificar as dessemelhanças dos países em termos de proteção dos investidores, La Porta *et al.* (1998) utilizaram vários indicadores, englobando direitos de acionistas e credores. Quanto às prerrogativas dos acionistas, a primeira delas é o direito de voto, significando que os acionistas têm maiores garantias quando as companhias de um país se submetem à regra de um voto para cada ação. As leis societárias de vários países, inclusive o Brasil, permitem-lhes afastar dessa regra e emitir ações sem direitos a voto ou com direitos diferenciados, isto é, em quantidades distintas. No caso brasileiro, a legislação societária permite a emissão de ações preferenciais sem direito a voto.

Esses autores agruparam, então, seis outros direitos dos acionistas, formando o índice *Antidirector Rights*, que estima o quanto um sistema legal favorece os acionistas minoritários em detrimento de dirigentes e acionistas majoritários no processo da tomada de decisão da companhia. Esse índice constitui-se de variáveis binárias, às quais se atribui o valor “1” quando: a) o país permite que o voto por procuração seja enviado por correio; b) os acionistas não precisam depositar suas ações antes da assembléia de acionistas; c) o voto acumulado ou a representação proporcional dos minoritários no Conselho de Administração são permitidos;

d) os acionistas minoritários contam com um mecanismo legal contra a opressão de dirigentes; e) os acionistas possuem o direito de subscrever as novas emissões de ações, o que pode ser renunciado apenas mediante voto dos acionistas; e f) a porcentagem de ações necessária para se convocar uma assembléia extraordinária é inferior a 10%.

Finalmente, a última medida de proteção dos acionistas considerada é a instituição do dividendo obrigatório, representada pela porcentagem dos lucros da companhia que deve ser distribuída aos seus acionistas. La Porta *et al.* (1998) entendem que esse mecanismo pode ser interpretado como um substituto legal para a fraqueza de outras proteções dos acionistas minoritários.

Os resultados desse estudo mostraram que o nível de proteção dos investidores varia entre os países analisados, devido, especialmente, à origem legal. Os países cujas leis concernentes às sociedades se inspiram no Código Comercial francês, grupo no qual se inclui o Brasil, apresentaram o pior nível de proteção, ao passo que os países classificados como de inspiração na Lei ordinária inglesa apresentaram os níveis mais elevados. Uma posição intermediária foi observada para os países cujas leis societárias se inspiram no Código Comercial alemão e na Lei Civil escandinava. A qualidade de aplicação das leis, revelou-se mais elevada nesses dois últimos grupos, sendo seguida pelos países cujas leis societárias são inspiradas na Lei ordinária inglesa.

Conforme os resultados de La Porta *et al.* (1998), os países que oferecem pior proteção dos investidores são aqueles que mais utilizam mecanismos como o dividendo obrigatório, os quais serviriam como um paliativo para a baixa proteção oferecida. É importante ressaltar que a legislação societária brasileira prevê a distribuição de um dividendo obrigatório, determinando o seu percentual mínimo em 25%, salvo exceções, nos casos em que o estatuto da companhia for omissivo. Na análise desses autores, o Brasil, que se caracteriza por uma legislação societária inspirada no Código Comercial francês, está entre os países com menor nível de proteção dos direitos dos acionistas minoritários e que empregam, como consequência, mecanismos adaptativos como compensação.

Esses autores observaram uma associação negativa entre a concentração de propriedade das companhias e a proteção dos acionistas. Ou seja, onde os seus direitos são melhor resguardados a propriedade é mais difusa. Essa última evidência sugere que a concentração de propriedade emerge como um resultado, ou como um substituto, da baixa qualidade da

proteção dos investidores, tendo em vista que nessas circunstâncias somente os acionistas com participação expressiva na empresa têm poder para garantir o retorno do investimento.

Posteriormente, La Porta *et al.* (2002) realizaram outro estudo, em que relacionaram a proteção dos investidores e a participação do acionista controlador na propriedade à valorização da firma, medida pelo Q de Tobin – (valor contábil dos ativos menos valor contábil das ações ordinárias e impostos diferidos mais valor de mercado das ações ordinárias)/valor contábil dos ativos totais. Eles examinaram uma amostra de 539 grandes companhias de 27 economias ricas, a qual incluiu as 20 maiores firmas com acionistas controladores de cada um desses países. A proteção dos acionistas minoritários foi representada por duas variáveis: a) uma variável binária, a qual se atribuiu o valor “1” se a lei societária do país ou o seu código comercial foram inspirados na Lei ordinária inglesa e “0” nos demais casos; e b) o índice de proteção dos acionistas, *antidirector rights*, desenvolvido por La Porta *et al.* (1998). O percentual de fluxo de caixa destinado aos acionistas controladores representou a sua participação na propriedade da companhia.

Os resultados dessa análise mostraram que as companhias com acionistas controladores são mais valorizadas nos países cujas legislações societárias se inspiram na Lei ordinária inglesa, as quais apresentaram, também, valores mais elevados do índice *antidirector rights*. Além disso, os resultados da regressão do Q de Tobin sobre as *proxies* de proteção dos investidores e a de estrutura de propriedade revelaram a existência de uma associação positiva entre proteção dos investidores e valorização da firma. Isto é, uma fraca proteção está relacionada à uma menor performance. La Porta *et al.* (2002) verificaram, ainda, um relacionamento positivo entre a performance e os direitos sobre os fluxos de caixa do acionista majoritário.

Percebe-se que a argumentação nas análises de La Porta *et al.* (1998, 2000, 2002) fundamenta-se na pressuposição de que os direitos dos acionistas são uniformes entre as companhias de um determinado país, não havendo qualquer variação entre elas quanto a esse aspecto. Na verdade, conforme mencionado, o argumento central desses teóricos é que a estrutura legal do país determina a qualidade da proteção oferecida aos investidores. Eles consideram, todavia, que os países com baixos níveis de proteção dos investidores lançam mão de mecanismos adaptativos, tais como o dividendo obrigatório e a concentração da propriedade, para tentar lidar com esse problema. Esse enfoque ignora, entretanto, a possibilidade de que as empresas de um determinado país, que estão todas sujeitas às mesmas leis, sirvam-se, também, de mecanismos alternativos para amenizá-lo.

Assim sendo, essa perspectiva uniformiza todas as companhias, não lhes atribuindo qualquer papel no que se refere à proteção dos investidores. Se esse elemento da governança corporativa exerce uma influência importante sobre as finanças das empresas, tal como a concentração da estrutura de propriedade e o aumento do custo de capital, é plausível deduzir que elas adotem uma postura mais ativa; ou seja, que elas procurem caminhos para contornar os aspectos desfavoráveis do ambiente institucional legal no qual estão inseridas.

O estudo efetuado por Gompers, Ishii e Metrick (2003) em uma amostra de companhias norte-americanas revelou que os direitos dos acionistas variam entre elas, sendo essas diferenças elementos importantes para a rentabilidade e valorização das firmas.

Esses autores construíram um índice para representar o nível de proteção dos direitos dos acionistas de 1.500 companhias norte-americanas ao longo da década de 1990. Eles verificaram a incidência de 24 provisões de governança nos estatutos das companhias e outras regras ao nível das firmas e na legislação estatal concernente aos *takeovers*, as quais foram agrupadas em quatro categorias de provisões, referentes: ao retardamento de uma oferta hostil; ao direito de voto dos acionistas; à proteção dos dirigentes; a outras defesas contra *takeovers*; e às leis estaduais. A maioria dessas provisões constitui mecanismos de resistência dos dirigentes aos diversos tipos de ativismo dos acionistas, tais como a possibilidade de empreender mudanças nos estatutos da companhia, de pedir reuniões extras e de processar os diretores. Posto isso, o indicador de governança foi construído de maneira que elevados valores indiquem uma pior proteção dos acionistas pelas empresas.

A partir dos escores do seu indicador, Gompers, Ishii e Metrick (2003) agruparam as companhias em dez portfólios, que variam de baixa a elevada proteção dos acionistas. As suas análises estatísticas mostraram que as empresas que melhor salvaguardam os direitos dos seus acionistas caracterizaram-se por um maior valor de mercado, maiores lucros e maior crescimento das vendas. As conclusões desses autores revelaram, principalmente, que as firmas variam significativamente quanto aos direitos dos acionistas.

Chi (2005) testou a relação entre o valor da firma, medido pelo Q de Tobin, e o indicador de direitos dos acionistas desenvolvido por Gompers, Ishii e Metrick (2003), considerando a possibilidade de endogeneidade. Segundo esse autor, a teoria não informa com clareza qual a relação de causalidade entre os direitos dos acionistas e o valor da firma. Ele aponta, então, três relacionamentos possíveis: a) os direitos dos acionistas afetam o valor da firma; b) a

causalidade é no sentido do valor da firma para os direitos dos acionistas, ou em ambos os sentidos; e c) a correlação entre as variáveis é espúria, sendo gerada por outros fatores observáveis ou não-observáveis.

Para examinar o sentido da causalidade, Chi (2005) verificou se as variações nos direitos dos acionistas (G) ao longo do tempo estavam correlacionadas com as mudanças passadas ou futuras no Q de Tobin. Se a mudança em G correlaciona-se com a variação passada em Q , é provável que o valor da firma afete os direitos dos acionistas. Ao contrário, se a mudança em G correlaciona-se com a variação futura em Q , é provável que os direitos dos acionistas afetem o valor da firma. Para verificar se a associação entre as variáveis é espúria, foi estimado o modelo de efeitos fixos representado por:

$$Q_{it} = \alpha + \beta G_{it} + \sum_{k=1}^k \gamma_k C_{k,it} + u_i + v_{it} \quad [5]$$

Em que: Q_{it} é o Q de Tobin; G_{it} é o índice que reflete os direitos dos acionistas; $C_{k,it}$ são variáveis de controle; u_i são *dummies* das firmas, que modelam os seus efeitos fixos; e v_{it} é o termo de erro.

Os seus resultados indicaram que a associação entre o valor da firma e os direitos dos acionistas não é espúria; ou seja, não é gerada por outros fatores característicos de cada companhia. A causalidade parece ser no sentido do índice de proteção aos investidores para o valor da firma, já que a variação no indicador de proteção correlaciona-se com as mudanças futuras no Q de Tobin.

Esses resultados corroboram a hipótese de La Porta *et al.* (2002) de que a valorização da firma depende da proteção oferecida aos investidores. No entanto, devem-se sublinhar suas distinções, pois o índice de Gompers, Ishii e Metrick (2003) foi construído para medir a diferença entre as empresas quanto ao nível de proteção dos acionistas, ao passo que o índice de La Porta *et al.* (2002) o considera uniforme para todas as firmas de um determinado país, as quais estão sujeitas às mesmas leis e regulamentações.

Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999) também sugeriram que as empresas de um mesmo ambiente institucional legal podem se diferenciar quanto à proteção fornecida aos investidores. Esses autores argumentaram que os dirigentes/acionistas controladores de companhias situadas em mercados de baixo nível de proteção dos investidores podem se

comprometer a não espoliar os acionistas minoritários (*bonding hypothesis*) e, dessa forma, convencê-los a fornecer o capital necessário para financiar as oportunidades de investimento.

Nessa perspectiva, as firmas podem escapar do ambiente de fraca proteção legal em que estão inseridas mediante a negociação de suas ações nas bolsas de valores norte-americanas, o que implica seguir regras mais rígidas quanto à proteção dos direitos dos minoritários e aos padrões de transparência. Coffee (2002) define a estratégia de comprometimento como:

A bonding mechanism by which firms incorporated in a jurisdiction with weak protection of minority rights or poor enforcement mechanisms can voluntarily subject themselves to higher disclosure standards and stricter enforcement in order to attract investors who would otherwise be reluctant to invest (or who would discount such stocks to reflect the risk of minority expropriation)⁸ (COFFEE, 2002, p. 11).

Na verdade, essa estratégia é consistente com o argumento de custos de comprometimento (*bonding costs*) de Jensen e Meckling (1976), o qual constitui um mecanismo de redução dos conflitos de interesse nas firmas. A idéia básica desenvolvida por esses autores é que os acionistas arcam não apenas com os custos das atividades de monitoramento, mas também com os custos de comprometimento. Ou seja, os investidores externos (principal) remunerarão o dirigente (agente) pelo seu comprometimento, de modo a reduzir a possibilidade de que ele empreenda ações contrárias aos seus interesses.

Para que sejam negociadas nas bolsas norte-americanas, as ações das companhias devem ser listadas diretamente ou via um programa de *American Depositary Receipts* (ADR) nos níveis 2 e 3, os quais estão sujeitos a exigências similares. A principal diferença entre esses dois tipos de emissão é a possibilidade de captação de recursos nos Estados Unidos, permitida apenas aos ADRs de nível 3⁹.

Conforme as proposições de Coffee (2002), as firmas que negociam suas ações nas principais bolsas de valores norte-americanas, NYSE ou NASDAQ, aumentam a proteção dos investidores e, por conseguinte, melhoram a sua governança. Nessas circunstâncias, embora

⁸ Mecanismo de comprometimento mediante o qual as firmas incorporadas em uma jurisdição com baixa proteção dos direitos dos acionistas minoritários ou com mecanismos fracos para assegurar a sua aplicabilidade podem, espontaneamente, submeter-se a padrões de transparência mais elevados e a uma aplicação mais estrita das leis, visando atrair investidores que de outro modo relutariam em investir (ou que realizariam um desconto no preço das ações para refletir o risco de espoliação).

⁹ As modalidades de listagem no mercado norte-americano são: a) Regra 114a – *Rule 144a ADR* – que constitui uma emissão privada, a qual não requer registro nem na *Securities and Exchange Commission* e nem em bolsas de valores, sendo os títulos negociados no mercado de balcão; b) ADRs nível 1, que são, também, negociados no mercado de balcão; c) ADRs nível 2, que são títulos negociados nas bolsas de valores, sendo registrados na SEC e na bolsa; e d) ADRs nível 3, que são semelhantes ao nível 2, salvo que permitem a captação de recursos.

não estejam completamente sujeitas às leis norte-americanas, submetem-se, espontaneamente, a níveis mais elevados de proteção dos direitos dos acionistas minoritários e de comunicação financeira, haja vista que devem ser, necessariamente, registradas na *Securities and Exchange Commission* (SEC), o que lhes impõe uma série de exigências¹⁰, dentre as quais a reconciliação das suas demonstrações financeiras de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos dos Estados Unidos e a adoção de medidas para reduzir os custos de agência. Ademais, esse autor argumenta que, ao listar as suas ações nas bolsas norte-americanas, as companhias se submetem à avaliação de intermediários de elevada reputação, tais como analistas de títulos, agências de *rating* e auditores.

Em suma, a hipótese de comprometimento (*bonding hypothesis*) de Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999) pressupõe que os acionistas controladores de companhias situadas em países com baixa proteção dos direitos dos acionistas minoritários ou que possuem mecanismos fracos de aplicação das leis escolhem listar as suas ações em bolsas norte-americanas para se comprometer a um maior nível de comunicação financeira e, dessa forma, atrair investidores. O aumento da transparência influencia o valor das companhias mediante a redução dos custos de agência, visto que nessas condições os conflitos de interesse são menos intensos. As argumentações teóricas desses autores foram testadas por autores como Reese e Weisbach (2002), Doidge (2004, 2005), Doidge, Karolyi e Stulz (2004), Doidge *et al.* (2006) e Hail e Leuz (2006), sendo, de maneira geral, corroboradas.

Reese e Weisbach (2002) examinaram se a maior proteção dos acionistas minoritários, associada ao registro na SEC, constitui um dos motivos pelos quais as firmas estrangeiras

¹⁰Coffee (1999) discute as exigências da SEC quanto à transparência e à minimização dos custos de agência, dentre elas: 1) seção 13(d) do *Securities Exchange Act* de 1934, requer o preenchimento de um relatório (Schedule 13D) por qualquer pessoa ou grupo quando seu título de propriedade ultrapassar 5%. Essas regras de divulgação de informações permite a transparência da estrutura de propriedade; 2) seção 14(d) do *Exchange Act*, requer o respeito das regras de disclosure e procedimentos dos Estados Unidos, quando alguma pessoa (inclusive uma companhia européia) fizer uma oferta pública de compra de quantia superior a 5% dos títulos de propriedade de uma companhia registrada na SEC e que é alvo de takeover (*target company*). Um exemplo de procedimento legal é o direito de todo acionista de cada classe de ações de participar de qualquer oferta pública de compra de ações e de receber o melhor preço pago a qualquer outro acionista participante; 3) governança corporativa, que implica o cumprimento do contrato da bolsa (*listing agreement*) (A NYSE, por exemplo, requer que uma companhia listada deve ter pelo menos dois diretores externos no Conselho de Administração, estabelecer e manter um Comitê de Auditoria composto por diretores independentes e estabelecer um quórum apropriado para as reuniões de acionistas); 4) seção 13(e) atribui à SEC a autoridade para regular o tratamento dos acionistas minoritários em operações de fechamento de capital; 5) seção *Foreign Corrupt Practices Act*, que requer a todos os emissores de títulos, estrangeiros ou domésticos, manter os livros, registros, contas que reflitam acuradamente as transações e disposições dos ativos do emissor e manter um sistema de controle contábil interno suficiente para assegurar que certos padrões serão satisfeitos; e 6) regra 10b-5, que atribui aos acionistas o direito de processar a companhia no Judiciário norte-americano em caso de perdas provocadas pela publicação de demonstrações fraudulentas.

escolhem listar suas ações nos Estados Unidos. Inicialmente, as suas estatísticas univariadas mostraram que a listagem na NYSE ou NASDAQ é mais freqüente nas companhias de países cujas leis societárias se inspiram no Código Comercial francês, sugerindo, assim, que as firmas de países com baixa proteção dos direitos dos investidores se comprometem a proteger os interesses dos minoritários.

Esses autores encontraram, no entanto, resultados contrários em suas estatísticas multivariadas. As estimativas da regressão logística indicaram maior probabilidade de listagem pelos países que oferecem forte proteção dos investidores. Nessa análise, os autores se serviram dos índices *antidirector rights* e origem do sistema legal de La Porta *et al.* (1998) para representar a proteção dos direitos dos acionistas minoritários, incluindo, ainda, *tamanho da firma* e *produto nacional bruto do país* como variáveis de controle. Reese e Weisbach (2002) entenderam que essas diferenças de resultado devem-se, provavelmente, à presença dos fatores de controle no modelo de regressão estimado, uma vez que é mais provável que grandes firmas sejam negociadas no mercado norte-americano.

Em seguida, esses autores examinaram o comportamento das firmas quanto à emissão de ações após a listagem nos Estados Unidos. De maneira geral, observou-se um aumento da captação de recursos pelas firmas, tanto em quantidade quanto em valor. Consistente com a hipótese de comprometimento, Reese e Weisbach (2002) verificaram que o aumento do número de emissões de ações é mais acentuado para as firmas dos países que oferecem baixa proteção aos acionistas minoritários.

Finalmente, esses autores examinaram se, após listar nas bolsas norte-americanas, as companhias de países com fraca proteção dos investidores realizam suas emissões subseqüentes fora desse mercado. Pressupõe-se que se a motivação para negociar as ações nos Estados Unidos é proteger os investidores as emissões posteriores deveriam ocorrer fora desse país, já que as firmas se comprometem a melhores padrões de proteção em todo o mundo. Os resultados foram consistentes com essa hipótese. Ou seja, é mais provável que as companhias de países cujas leis societárias se inspiram no Código Comercial francês realizem suas emissões subseqüentes fora do mercado norte-americano.

Segundo Doidge (2004), a combinação do enfoque legal de La Porta *et al.* (1998, 2002) com a hipótese de comprometimento de Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999) permite supor que as firmas com ações negociadas nas bolsas norte-americanas sejam mais valorizadas, uma vez

que nessas circunstâncias os benefícios privados do controle diminuam. Posto isso, eles conduziram uma análise cujo objetivo foi verificar:

- a) se os benefícios privados do controle são menores nas firmas estrangeiras negociadas nas bolsas norte-americanas em comparação aos das outras firmas não-negociadas nesse mercado ou não-registradas na SEC;
- b) se a redução dos benefícios privados do controle após listagem está relacionada ao grau de proteção dos investidores minoritários no mercado doméstico das firmas; e
- c) se os retornos em torno do dia de anúncio da listagem nas bolsas norte-americanas estão relacionados com a magnitude dos benefícios privados do controle.

Esse autor se valeu, então, do enfoque de prêmio de voto, que consiste na diferença entre os preços das ações de uma firma em que os direitos de voto são diferentes, para estimar os benefícios privados em uma amostra de 745 firmas estrangeiras cujas ações se caracterizam por direitos de voto distintos, dentre as quais 137 são negociadas no mercado norte-americano.

Em primeiro lugar, Doidge (2004) observou que, em média, o prêmio de voto das firmas cujas ações são listadas nas bolsas norte-americanas – ou seja, via ADRs nível 2 e 3 – são significativamente inferiores aos das companhias não-listadas nesse mercado ou que não são registradas na SEC. As estimativas revelaram um relacionamento inverso e significativo entre o prêmio de voto (variável dependente) e a variável *dummy* ADR nível 2/3, mesmo após a introdução de fatores de controle concernentes ao país e às firmas, os quais podem influenciar esse relacionamento. O prêmio de voto das companhias listadas revelou-se 43% inferior ao das demais firmas. Esses resultados corroboram a hipótese de comprometimento, haja vista os menores benefícios privados do controle nas companhias negociadas na NYSE e NASDAQ.

Em segundo lugar, esse autor observou que os coeficientes dos índices *antidirector rights* e *eficiência do sistema jurídico* de La Porta *et al.* (1998) são negativa e estatisticamente associados ao prêmio de voto. Isto é, nos países que oferecem maior proteção legal aos investidores, os benefícios privados do controle são menores. Essa evidência fornece, também, suporte à hipótese de comprometimento.

Finalmente, Doidge (2004) realizou um estudo de evento das firmas que listaram na NYSE e NASDAQ e observou que o prêmio de voto médio 100 dias antes do anúncio da listagem é

significativamente superior ao prêmio 100 após esse evento. Quando utilizadas as janelas de (-5,+1) e (-5,+5) dias, ambas as classes de ações – ou seja, ações com elevados e com baixos direitos de voto – experimentaram um retorno positivo e significativo, devido ao anúncio, embora as ações com menor poder de voto tenham-se beneficiado significativamente mais. Ademais, as estimativas da análise de regressão sugeriram que o tamanho da diferença entre os retornos das ações com baixos e elevados direitos de voto relaciona-se negativamente ao grau de proteção dos investidores no mercado doméstico das companhias. Esse autor concluiu que essas evidências fornecem suporte à hipótese de comprometimento, embora faça algumas reservas devido ao tamanho pequeno da amostra utilizada nessa análise.

Em suma, os resultados de Doidge (2004) mostraram que os benefícios privados do controle são menos acentuados nas firmas que escolhem listar suas ações nas bolsas norte-americanas, corroborando, assim, a hipótese de comprometimento de Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999).

Doidge, Karolyi e Stulz (2004) argumentaram que a maior exigência de divulgação de informações constitui um dos benefícios de se ter ações negociadas nos Estados Unidos. Além disso, esse país oferece um amplo amparo aos direitos dos investidores, permitindo que as firmas estrangeiras possam obter alguns dos benefícios dessa proteção ao listar suas ações nesse mercado. Posto que as firmas estrangeiras são, geralmente, controladas por acionistas majoritários, a maior proteção dos direitos dos investidores minoritários pode proporcionar a redução dos custos de agência, na medida em que dificulta a espoliação dos seus recursos.

Nesse estudo, os autores examinaram, inicialmente, se as companhias estrangeiras com ações negociadas nos Estados Unidos são mais valorizadas (Q de Tobin mais elevado) do que as do grupo de outras empresas não-transacionadas nesse mercado. Para isso, calculou-se um prêmio de listagem medido para o ano de 1997, que consistiu na diferença entre o Q de Tobin das duas categorias de firmas. Utilizando uma amostra de companhias de 40 países, sendo 712 negociadas no mercado norte-americano, nas diversas modalidades permitidas, e 4.078 não-negociadas, Doidge, Karolyi e Stulz (2004) observaram que, em média, as firmas listadas apresentaram um Q de Tobin 16,5% superior ao das demais.

Em um segundo momento, Doidge, Karolyi e Stulz (2004) desenvolveram um modelo em que o acionista controlador que busca atingir seus próprios objetivos decide listar as ações da companhia no mercado norte-americano. Esse modelo pressupõe que:

- a) o prêmio de listagem é mais elevado para as companhias de países com baixa proteção legal dos investidores;
- b) o prêmio de listagem está relacionado às oportunidades futuras de crescimento das companhias, sobretudo as provenientes de países com baixa proteção legal dos investidores; e
- c) o prêmio de listagem é maior para as companhias negociadas nas bolsas norte-americanas, que são registradas na SEC se comparado ao das demais companhias listadas nas outras modalidades (ADR nível 1 e regra 144a, *SEC Rule 144a*).

Finalmente, esses autores empregaram sua amostra para testar as predições do modelo. Eles encontraram suporte para cada uma das hipóteses supracitadas. Observou-se um prêmio de listagem 36,5% superior para as ações transacionadas nas bolsas norte-americanas quando comparado ao das firmas não-registradas na SEC. Verificou-se, também, que o prêmio gerado pela negociação no mercado norte-americano é significativo mesmo após a introdução de fatores de controle relativos às especificidades das firmas (*oportunidade de crescimento*, refletida pelo aumento das vendas) e dos países (*tipo de sistema legal, índices antidirector rights, padrões de contabilidade e eficiência do sistema jurídico*, que são as variáveis de La Porta *et al.* (1998), além de um índice de *liquidez de mercado*). Enfim, o efeito do prêmio de listagem revelou-se maior para as companhias com maiores oportunidades de crescimento, sobretudo para aquelas situadas em países que oferecem baixa proteção dos investidores.

Doidge, Karolyi e Stulz (2004) concluíram que o fato de negociar as ações no mercado norte-americano reduz a extensão pela qual os acionistas controladores podem espoliar os acionistas minoritários e que, como consequência, as firmas têm maior facilidade para captar recursos, o que lhes permite aproveitar as oportunidades de crescimento.

Suporte adicional à hipótese de comprometimento foi proporcionado pelas análises de Doidge (2005) e Doidge *et al.* (2006), as quais focaram nas mudanças da estrutura de propriedade e de controle das firmas após a listagem nos Estados Unidos.

A idéia central de Doidge (2005) é que, após a listagem das ações de companhias de países emergentes nas bolsas norte-americanas, os benefícios privados do controle diminuem ou, equivalentemente, os custos de espoliação dos minoritários elevam-se, haja vista o nível superior de transparência e de proteção dos investidores exigido nos Estados Unidos.

Conseqüentemente, os acionistas controladores têm a oportunidade e os incentivos para mudar a estrutura de propriedade e de controle.

Posto isso, esse autor compôs uma amostra de 101 firmas de países emergentes, inclusive o Brasil, que listaram suas ações em uma bolsa norte-americana entre 1990 e 1997, para verificar se houve mudanças na concentração da propriedade e no controle após a listagem. Os resultados mostraram que as companhias que lançaram ADRs de nível 2 e 3 não experimentaram redução significativa na concentração da propriedade nos cinco anos que sucederam a listagem. Similarmente, não houve decréscimo significativo nos direitos de voto dos acionistas de ambas as categorias de ADRs.

No entanto, observaram-se mudanças significativas na composição da propriedade após a listagem, o que ocorreu, sobretudo, mediante a transferência do controle. Verificou-se um decréscimo no número de firmas controladas por famílias, associações (*partnerships*) e dirigentes, e, em contrapartida, um acréscimo na quantidade de firmas controladas por outras companhias. Doidge (2005) entendeu que esse comportamento indica a transferência de controle das mãos de proprietários que valorizam mais o consumo de benefícios privados para as mãos de outros proprietários que os valorizam menos.

Doidge *et al.* (2006) efetuaram uma regressão logística em uma amostra de 4.516 firmas de 31 países para verificar se a presença de grandes acionistas controladores na estrutura de propriedade das companhias reduz a probabilidade de listagem nos Estados Unidos. Observou-se menor probabilidade de negociação das ações no mercado norte-americano quando o acionista controlador detém elevados níveis de controle (*proxy* para os benefícios privados). Similarmente, é menos provável que as empresas controladas por seu executivo principal e por membros da sua família transacionem suas ações nesse país. Outrossim, quando o acionista controlador tem maiores direitos de controle em comparação aos seus direitos sobre os fluxos de caixa (diferença positiva entre direitos de controle e direitos de fluxo de caixa) a listagem é menos provável.

Cabe ressaltar que todos os resultados de Doidge *et al.* (2006) mantiveram-se estatisticamente significativos após a inclusão de fatores de controle concernentes às firmas – participação do segundo maior acionista, oportunidades de crescimento, alavancagem, índice de flexibilidade financeira, tamanho da firma, retorno sobre o ativo, vendas no exterior, *dummy* indicando se o Estado é o maior acionista – e aos países, representados pelos índices de proteção dos

investidores de La Porta *et al.* (1998).

Empregando um enfoque alternativo ao discutido anteriormente, Hail e Leuz (2006) também encontraram suporte para a hipótese de comprometimento. Sob essa ótica, a negociação de ações no mercado norte-americano facilita a captação de recursos pelas empresas, haja vista o aumento da proteção dos investidores. Esses autores analisaram, então, se a listagem das ações de uma companhia estrangeira no mercado norte-americano conduz à redução do seu custo de capital, conforme as argumentações teóricas de Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999).

Para estimar o efeito da listagem sobre o custo de capital da empresa, o qual foi obtido mediante quatro modelos sugeridos na literatura financeira, Hail e Leuz (2006) utilizaram uma amostra em painel de companhias com ações negociadas nos Estados Unidos entre 1992 e 2003. Os seus resultados mostraram que as firmas listadas na NYSE, AMEX e NASDAQ reduziram significativamente o seu custo de capital, sendo o efeito para essa modalidade de listagem (ADRs níveis 2 e 3) superior se comparado ao dos demais tipos, isto é, colocações privadas e ADRs nível 1. Esses autores verificaram, ademais, que a redução no custo de capital é mais acentuada nas firmas situadas em países de baixa proteção dos investidores, fornecendo, assim, suporte adicional à hipótese de comprometimento.

Klapper e Love (2004) também consideraram a negociação de ADRs nas bolsas norte-americanas, NYSE, NASDAQ e AMEX, em seu estudo em países emergentes. Eles incluíram em sua análise uma variável binária para verificar se a listagem constitui um dos determinantes da governança corporativa, medida por um índice geral obtido a partir de questionários. Observou-se que as companhias cujas ações são transacionadas no mercado norte-americano caracterizam-se por maior nível de governança corporativa, o que se traduz em maior valorização. Além disso, os resultados dessa pesquisa mostraram um efeito mais acentuado da listagem nos países que oferecem uma menor proteção aos investidores, confirmando a hipótese de comprometimento.

As evidências empíricas discutidas nesta seção sugerem que uma sólida estrutura de governança corporativa está atrelada à proteção dos direitos dos acionistas. É possível que as empresas brasileiras utilizem-se do mecanismo de listagem de ADRs nas bolsas norte-americanas de modo a reduzir os conflitos de agência e, por conseqüência, atrair investidores. Isso porque, conforme estudos anteriores, tais como La Porta *et al.* (1998), o Brasil se caracteriza por uma baixa proteção dos direitos dos investidores, o que pode favorecer a

espoliação dos acionistas minoritários.

Além disso, algumas análises, por exemplo, as efetuadas por Valadares e Leal (2000) e Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002), revelaram a elevada concentração da estrutura de capital e de controle das nossas companhias. Ou seja, os acionistas controladores detêm elevados percentuais de participação na propriedade e, também, direitos de voto superiores aos seus direitos sobre os fluxos de caixa, sendo esta diferença gerada, principalmente, pela emissão de ações sem direito a voto. A literatura discutida anteriormente sugere que em tal contexto os acionistas controladores podem escolher listar as suas ações nas bolsas norte-americanas para comprometer-se a não espoliar os acionistas minoritários e, dessa forma, facilitar a captação de recursos.

Cabe ressaltar que no Brasil as companhias podem, ainda, diferenciar-se quanto ao nível de proteção dos seus acionistas minoritários mediante o estabelecimento de provisões em seus estatutos, as quais podem conferir a participação dos minoritários em decisões importantes, por exemplo, o direito de votar em matérias como transformação, incorporação, cisão e fusão. O art. 111 da Lei 6.404, de 1976, admite que o estatuto da companhia possa deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições. Além disso, essa lei, em seu art. 18, permite que o estatuto assegure a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

O art. 17 da Lei 6.404/76 trata das vantagens atribuídas às ações preferenciais em compensação à exclusão, ou restrição, do seu direito ao voto. A essa classe de ações pode ser conferida: a) prioridade na distribuição de dividendos; b) prioridade no reembolso de capital; ou c) acumulação desses dois benefícios.

Nos últimos anos, foram efetuadas algumas alterações nessa lei, visando, entre outros aspectos, ampliar a proteção aos acionistas minoritários. O texto do art. 17 supracitado foi alterado pela Lei 9.457/97, que instituiu como obrigatório o dividendo diferenciado de 10% às ações preferenciais, salvo no caso em que o estatuto preveja um dividendo mínimo ou fixo. Recentemente, com a aprovação da Lei 10.303/01, a redação desse artigo foi novamente alterada, conferindo às companhias abertas maior liberdade para escolher as vantagens das ações preferenciais, as quais devem, entretanto, ser enumeradas de forma precisa nos estatutos.

A Lei 10.303/01 estabelece que, independente de a companhia beneficiar o acionista preferencial com a prioridade no reembolso de capital, para serem admitidas à negociação no mercado, as ações preferenciais sem direito de voto, ou com restrição desse direito, precisam conferir aos seus proprietários pelo menos uma das vantagens enunciadas a seguir:

- I. Direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:
 - a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% do valor do patrimônio líquido da ação; e
 - b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea *a*.
- II. Direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária.
- III. Direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Alguns autores, tais como Sousa (2003), Retto (2004) e Tozzini e Berger (2002), analisaram as vantagens das ações preferenciais enunciadas pela Lei 10.303/01, argumentando que nem todas constituem benefícios significativos que compensem a perda, ou a restrição, do direito de voto.

Sousa (2003) entende que apenas o dividendo diferenciado, isto é, dividendo 10% superior ao das ações ordinárias, consiste em real vantagem para os acionistas preferenciais, já que o dividendo mínimo de 3% somente seria significativo nos casos em que o patrimônio líquido da ação fosse bastante elevado e o direito de participar na oferta de alienação, juntamente com as ações do bloco de controle (*tag along*), seria usufruído apenas na eventualidade de uma transferência do controle.

Especificamente, conforme o art. 254-A da Lei 6.404/76, o inciso III supracitado confere aos acionistas preferenciais o benefício de, nos casos de transferência de controle da empresa, alienar a sua participação por um valor igual a, no mínimo, 80% do valor pago por ação do

bloco de controle. Nesse caso, eles têm direito a um dividendo pelo menos igual ao dos ordinários. A interpretação de Retto (2004) é de que esse inciso não atribui vantagem patrimonial efetiva aos acionistas preferenciais sem direito a voto, ou com restrição dele, já que eles são equiparados aos acionistas votantes na alienação do controle e na percepção de dividendos.

Tozzini e Berger (2002) têm uma interpretação um pouco distinta de Sousa (2003). Eles argumentam que o dividendo mínimo representa uma promessa de pagamento, funcionando como um direito de crédito condicionado à existência de lucros. Nesse caso, os acionistas detentores de ações preferenciais conhecem previamente o dividendo que a companhia pretende pagar, que não varia em função dos lucros apurados, embora o seu pagamento esteja a eles condicionado. Ao contrário, a prerrogativa de um dividendo diferenciado em relação ao das ações ordinárias fornece apenas a garantia de que, qualquer que seja o dividendo a elas destinado, os preferenciais receberão um valor pelo menos 10% superior, não sendo determinado o seu montante.

A legislação societária brasileira deixa espaço para que as companhias concedam maior participação dos acionistas minoritários nas decisões, os quais detêm, geralmente, ações preferenciais sem direito a voto.

Este estudo considera como eficientes os mecanismos que permitam à companhia aumentar a proteção legal dos seus investidores minoritários e, por conseguinte, minimizem os problemas de agência. Fundamentando-se nas análises de La Porta *et al.* (1998, 2000, 2002), nos argumentos teóricos de Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999) e nas evidências empíricas que os corroboraram e, ainda, nas argumentações e análises de pesquisadores como Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Chi (2005), apresentam-se as seguintes proposições:

Proposição 12: Quanto maior a proteção dos direitos dos acionistas minoritários fornecida pela empresa, menores os conflitos de interesses entre administradores e investidores externos.

Proposição 12a: As empresas cujas ações são negociadas nas bolsas de valores norte-americanas fornecem maior proteção aos investidores minoritários.

Proposição 13: A proteção dos direitos dos acionistas minoritários difere entre as companhias brasileiras em função da variação no leque de vantagens que lhes são oferecidas, mediante o estabelecimento de provisões nos estatutos.

Proposição 13a: As companhias que concedem o direito de voto, pleno ou restrito, aos acionistas minoritários que detêm ações preferenciais caracterizam-se pelo maior alinhamento dos interesses de investidores internos e externos.

Proposição 13b: As companhias que concedem aos acionistas preferenciais o direito de eleger pelo menos um membro do Conselho de Administração caracterizam-se pelo maior alinhamento dos interesses dos investidores internos e externos.

Proposição 13c: As companhias que concedem maiores vantagens aos acionistas preferenciais, no que se refere aos direitos adicionais e preferências de receber dividendos, caracterizam-se pelo maior alinhamento dos interesses dos investidores internos e os externos.

Após as discussões efetuadas nesta seção, observa-se que a proteção dos investidores minoritários está atrelada, especialmente, ao nível de transparência da companhia, uma vez que o acesso às informações da companhia permite-lhes exigir o respeito dos seus direitos. Na seção que segue, serão apresentados e discutidos os aspectos principais desse mecanismo de governança corporativa.

4.1.5 Transparência das informações publicadas

A qualidade das informações financeiras publicadas pela companhia, ou a transparência dos resultados, constitui um dos mecanismos de governança corporativa, porque possibilita a redução da assimetria de informações entre os investidores internos e os externos e, por consequência, diminui os conflitos de interesse. Conforme ressaltam Bushman e Smith (2003), as estruturas de governança têm por finalidade: assegurar que os acionistas minoritários recebam informações confiáveis sobre o valor da firma; impedir a apropriação indevida dos rendimentos da companhia pelos seus dirigentes/acionistas controladores; e incentivar os administradores a maximizar o valor da firma.

Os investidores se valem das informações publicadas pela companhia para efetuar suas previsões, por exemplo, a estimação dos fluxos de caixa futuros, que são a base para que efetuem as suas escolhas de investimento. Assim sendo, a falta de transparência nas informações financeiras impõe maior risco aos acionistas externos, o que os leva a aumentar

seus esforços de monitoramento e, como resultado, o retorno exigido.

Interpretada na perspectiva dos custos de comprometimento de Jensen e Meckling (1976), maior nível de transparência nas informações publicadas representa uma estratégia dos dirigentes ou acionistas controladores para reduzir os conflitos de interesse com os acionistas externos. Isto é, eles escolhem divulgar resultados financeiros com conteúdo mais preciso para se beneficiar dos seus efeitos sobre a redução dos custos de agência.

Bushman e Smith (2003) argumentam que a transparência corporativa consiste na ampla disponibilidade de informações relevantes e confiáveis sobre o desempenho periódico, a posição financeira, as oportunidades de investimento, a governança, o valor e o risco de firmas negociadas publicamente. Segundo esses autores, as medidas para estimar o nível de transparência se enquadram, normalmente, em três categorias: a) medidas da qualidade dos relatórios corporativos; b) medidas de intensidade de aquisição de informação privada por analistas, investidores institucionais ou *insiders*; e c) medidas da qualidade da disseminação de informação.

A divulgação de informações é um dos componentes do *rating Deminor*, que avalia a qualidade da governança de companhias européias. A categoria *disclosure* desse indicador visa mensurar se os acionistas são capazes de obter informações tanto sobre os assuntos financeiros quanto sobre as características de governança. Ou seja, as firmas devem fornecer informações concernentes, por exemplo, aos membros, à compensação e à estrutura do conselho de administração (BAUER; GUENSTR; OTTEN, 2004).

A transparência refere-se, assim, a todas as informações necessárias aos acionistas externos para que exerçam os seus direitos, estando, portanto, relacionada à proteção dos investidores. Autores como Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lang, Raedy e Yetman (2003) e Leuz (2006) argumentam que os dirigentes/acionistas controladores das companhias negociadas em mercados com alto nível de transparência e de proteção dos direitos dos acionistas minoritários manipulam menos as informações de lucro publicadas¹¹, fornecendo, então, informações financeiras de maior qualidade aos investidores externos.

¹¹ Shipper (1989) entende que a manipulação dos lucros consiste na intervenção intencional nas informações financeiras divulgadas com o propósito de obter ganhos privados.

O estudo de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) focaliza a proteção dos investidores como um fator significativo da manipulação dos lucros da companhia pelos investidores internos. O argumento é que o nível de proteção dos investidores determina a qualidade das informações financeiras publicadas. Nessa perspectiva, os incentivos para uma apresentação imprecisa da performance da firma, mediante a manipulação dos lucros, surgem, em parte, devido ao conflito de interesses entre investidores internos e externos. Esses autores sugerem que os investidores internos, acionistas controladores ou dirigentes, podem tirar proveito do seu controle sobre a firma para se beneficiarem em detrimento dos acionistas minoritários. Como os benefícios privados do controle são mais acentuados em países com baixa proteção dos direitos dos investidores, supõe-se que o nível de manipulação dos lucros nesses países seja, também, mais elevado.

Esses autores desenvolveram quatro medidas, *proxies* para manipulação dos lucros (*earnings management proxies*), para capturar a extensão pela qual os investidores internos utilizam-se da sua liberdade contábil para alterar a performance econômica da firma. Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), como é difícil especificar quais técnicas são empregadas para ofuscar a performance, suas *proxies* se destinam a capturar uma variedade de práticas possíveis, tais como a suavização dos lucros (duas primeiras variáveis descritas abaixo) e a manipulação de itens contábeis (duas últimas variáveis). As quatro medidas são:

- a) *Earnings Management 1* (EM1) – suavização dos lucros operacionais (*earnings smoothing*), representada pela razão entre o desvio padrão da receita operacional líquida da companhia e o desvio padrão do seu fluxo de caixa operacional. Esta *proxy* tenta medir o grau pelo qual os *insiders* reduzem a variabilidade dos lucros publicados mediante a alteração dos seus componentes contábeis (*accruals*). Considera-se que os *insiders* podem exercer a sua liberdade contábil para suavizar os lucros publicados, por exemplo, transferindo itens de um ano para o outro.
- b) *Earnings Management 2* (EM2) – suavização e correlação entre alterações nos itens contábeis (*accruals*) e no fluxo de caixa das operações. Esta *proxy* tenta identificar se os *insiders* utilizam sua liberdade contábil para conciliar os choques econômicos com os fluxos de caixa operacionais da firma. Considera-se que os *insiders* podem acelerar a publicação de receitas futuras ou atrasar a publicação de custos atuais para esconder uma performance ruim. Além disso, eles podem publicar uma performance inferior para criar reservas para o futuro, isto é, esconder uma elevada performance atual.

- c) *Earnings Management 3* (EM3) – magnitude dos componentes contábeis (*accruals*), representada pela razão entre o valor absoluto dos itens contábeis (*accruals*) e o valor absoluto dos fluxos de caixa operacionais. Esta *proxy* tenta medir a extensão pela qual os *insiders* exercem sua liberdade contábil para publicar incorretamente a performance econômica da firma. Considera-se que os *insiders* podem, por exemplo, exagerar os lucros publicados para alcançar certas metas ou publicar performance extraordinária em determinados momentos como na ocasião de uma emissão de novas ações.
- d) *Earnings Management 4* (EM4) – publicação de pequenas perdas, que mede se os *insiders* utilizam sua liberdade contábil para evitar a publicação de pequenas perdas.

A análise foi, então, baseada em dados contábeis de 8.616 firmas não-financeiras de 31 países, entre 1990 e 1999. Inicialmente, Leuz, Nanda e Wysocki (2003) formaram *clusters* dos países em função de algumas das variáveis de La Porta *et al.* (1998), tais como *proteção dos investidores* e *concentração de propriedade*. Em seguida, analisaram se a manipulação dos lucros varia entre os *clusters*, sendo observada uma menor intensidade dessa prática nas firmas de países com elevada proteção dos investidores e com propriedade mais difusa. Finalmente, estimaram um modelo de regressão, cujos resultados sugeriram uma associação negativa e significativa entre a manipulação dos lucros e a proteção dos investidores, conforme hipotetizado.

Lang, Raedy e Yetman (2003) utilizaram um enfoque semelhante ao de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para verificar se a qualidade das informações publicadas é superior nas companhias cujas ações são negociadas nas bolsas norte-americanas. Supôs-se que com a listagem no mercado norte-americano as firmas aumentariam o seu nível de transparência no mercado doméstico, haja vista a obrigatoriedade de publicar suas demonstrações financeiras em conformidade com os US GAAP e de submeter às normas da SEC e das bolsas.

Nesse estudo, Lang, Raedy e Yetman (2003) também empregaram um conjunto de *proxies* de manipulação dos lucros, similares às *proxies* EM1 e EM2 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), porque, conforme suas argumentações, a impossibilidade de observar diretamente esse constructo pode conduzir a erros de medida. Dessa forma, se os resultados forem consistentes para todas as *proxies* de *earnings management*, tem-se maior segurança de que as escolhas contábeis estão sendo capturadas pelo constructo, embora não se possa descartar totalmente o efeito de outros fatores.

Os resultados de Lang, Raedy e Yetman (2003) sugeriram que as companhias listadas nas bolsas norte-americanas apresentam uma maior qualidade das informações publicadas, medida pelas várias *proxies* de suavização dos lucros, em comparação às outras companhias não-listadas.

Fernandes e Ferreira (2007) empregaram as *proxies* de transparência (*earnings management* – EM1, EM2 e EM3) de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para examinar a influência das características da firma, do setor de atividade e do país sobre a qualidade da transparência ao nível das companhias. Nessa análise, supôs-se que as firmas situadas em países com baixa proteção dos investidores podem se comprometer com melhores padrões de transparência, havendo, portanto, variabilidade entre elas quanto à qualidade das informações prestadas.

Utilizando uma amostra de 12.898 firmas de 31 países emergentes e desenvolvidos no período de 1990 a 2003, Fernandes e Ferreira (2007) observaram que as características da firma são determinantes significativos do seu nível de transparência. Isto é, dentro de um mesmo país há variação entre os níveis de transparência, o que se explica, em parte, por fatores específicos das companhias. *Oportunidades de investimento, dependência de financiamento externo e valor dos ativos circulantes disponíveis* revelaram-se positivamente associados à qualidade da transparência. *Concentração de propriedade e tamanho da firma* mostraram-se inversamente relacionados. Ademais, verificou-se que o setor de atividade exerce influência significativa na determinação da qualidade das informações prestadas.

Esses autores observaram, também, que as firmas de países com baixa proteção dos investidores, refletida pelas variáveis de La Porta *et al.* (1998), apresentam, em média, menores escores de transparência. No entanto, observou-se que mesmo nesses países há firmas com elevada qualidade de transparência, o que se explica pela presença de fatores específicos da firma e do setor de atividade no modelo estimado.

Fernandes e Ferreira (2007) efetuaram, ainda, uma regressão adicional em que a listagem de ações nas bolsas norte-americanas foi introduzida como variável determinante da qualidade da transparência. A exemplo de Lang, Raedy e Yetman (2003), observou-se que as companhias com ADRs 2 e 3 apresentaram maiores níveis de qualidade das informações publicadas.

Leuz (2006) também empregaram as *proxies* de transparência (*earnings management* – EM1, EM2 e EM3) de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) para comparar a qualidade das informações publicadas entre três grupos: firmas estrangeiras listadas nas bolsas norte-americanas; firmas

estrangeiras não-listadas; e firmas norte-americanas negociadas na bolsa.

Os seus resultados mostraram que as firmas estrangeiras listadas nas bolsas norte-americanas efetuam menos a manipulação dos lucros quando comparadas com as firmas não-listadas, mas em nível superior às firmas norte-americanas. Assim, embora contribua para o aumento da qualidade das informações publicadas pelas firmas estrangeiras, a listagem não proporciona o mesmo nível de transparência das firmas dos Estados Unidos.

Leuz (2006) verificou, ainda, se essas diferenças entre os três grupos analisados persistem após controlar o efeito da estrutura de propriedade das firmas e do nível de proteção dos investidores (índice *antidirector rights* de La Porta *et al.* (1998)), além de outras variáveis de controle que eles já haviam considerado. Observou-se que a concentração de propriedade contribui para o ofuscamento das informações publicadas e a proteção dos investidores exerce um efeito contrário. Em suma, após a inclusão dos fatores de controle, os grupos de companhias com ADRs 2 e 3 e de firmas norte-americanas continuam a apresentar níveis de manipulação dos lucros significativamente menores em comparação ao grupo de firmas não-listadas.

Skaife, Collins e LaFond (2004) utilizaram um enfoque mais geral, como o adotado nesta pesquisa, para examinar o efeito de um conjunto de mecanismos de governança sobre o custo de capital das firmas. Fundamentando-se na teoria da agência, analisaram o efeito da qualidade das informações contábeis, da estrutura de propriedade, da proteção dos direitos dos acionistas e da estrutura do Conselho de Administração sobre o retorno esperado de mercado, controlando a influência das variáveis fundamentalistas de Fama e French (1992).

Para representar a qualidade da transparência das firmas, Skaife, Collins e LaFond (2004) empregaram as seguintes *proxies*: a) transparência dos lucros, medida pelo resíduo quadrado da regressão do retorno de mercado sobre o lucro da companhia – supõe-se que uma elevada correlação entre os lucros e os retornos de mercado seja um indicativo de um maior nível de transparência e, por conseguinte, elevados resíduos indicariam baixa transparência; b) magnitude dos itens contábeis anormais (*abnormal accruals*) – supõe-se que a elevada magnitude dos itens anormais dos *accruals* (diferença entre *accruals* totais e *accruals* esperados) seja um indicativo de uma menor transparência dos lucros; c) percentual de membros independentes no comitê de auditoria, o que reflete o monitoramento do processo de elaboração dos demonstrativos financeiros – supõe-se que um maior número de membros

externos possibilite um maior grau de transparência nas informações publicadas.

Em geral, os resultados da análise confirmaram as suposições desses autores, haja vista a relação inversa e significativa entre a qualidade das informações publicadas e o custo de capital. Ou seja, quando há menos assimetria de informação, os investidores demandam um retorno menor. Cabe ressaltar que Skaife, Collins e LaFond (2004) examinaram, também, a associação entre uma medida sintética de governança, englobando todos os atributos supracitados, a qual se revelou negativa e significativamente relacionada ao custo de capital. Ou seja, o mercado precifica a governança e, em média, as firmas com melhores escores captam recursos a um menor custo.

Bhattacharya, Daouk e Welker (2003) também utilizaram um conjunto de *proxies* da opacidade dos lucros publicados para testar o seu efeito sobre o custo de capital da empresa. Segundo esses autores, os motivos para a falta de transparência nos lucros podem ser, dentre outros: motivação dos dirigentes, padrões contábeis e grau de aplicabilidade dos padrões contábeis. Eles empregaram três medidas para tentar capturar a opacidade dos lucros:

- a) agressividade dos lucros – consiste em atrasar o reconhecimento de perdas e adiantar os ganhos mediante alterações dos itens contábeis totais. Os *accruals* totais foram calculados como em Leuz, Nanda e Wysocki (2003);
- b) manipulação para evitar pequenas perdas – refletida por reduzidos valores de receita;
- c) suavização dos lucros – refletida pela *proxy* EM2 de Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Os resultados da análise não se mostraram uniformes para todas as medidas, sendo verificada a significância estatística somente para uma das variáveis em cada um dos modelos estimados. Especificamente, quando o custo do capital foi obtido por meio do modelo de desconto de dividendos apenas a *proxy* agressividade dos lucros mostrou-se significativa, ao passo que nas estimativas em que o custo de capital foi obtido mediante o modelo CAPM somente a variável manipulação para evitar pequenas perdas revelou-se significativa.

Sob um ângulo de análise diferente, Niu (2006) examinou a relação entre a qualidade dos lucros publicados e alguns mecanismos de governança, tais como: composição do Conselho de Administração; participação na propriedade e compensação dos dirigentes; proteção dos direitos dos acionistas; e divulgação das práticas de governança de firmas canadenses no período de 2000 a 2004. Os escores dos atributos de governança foram obtidos a partir de um

survey sobre as práticas de governança das firmas canadenses, que vem sendo publicado anualmente pelo jornal *Report on Business in the Globe and Mail* desde 2002. A qualidade dos lucros foi representada pela magnitude dos itens contábeis totais e pela associação entre o retorno de mercado e os lucros, tal como em Skaife, Collins e LaFond (2004).

Nessa análise, observou-se que a qualidade da governança está negativamente associada à magnitude dos itens contábeis (*accruals*). Além disso, verificou-se que quanto maiores os escores de governança maior a correlação entre os retornos de mercado e os lucros, isto é, maior o nível de informação dos lucros publicados. Assim, os resultados de Niu (2006) sugerem, em geral, uma associação positiva entre a qualidade da governança corporativa, no que se refere ao seu papel na redução dos custos de agência, e a qualidade das informações financeiras prestadas.

No Brasil, Lanzana (2004) analisou se existe associação entre o nível de *disclosure* de empresas brasileiras listadas na Bovespa no ano 2002 e a governança corporativa, representada pelas variáveis *estrutura de propriedade e de controle e composição do Conselho de Administração*. Foi construído um índice de *disclosure* a partir de informações constantes nos relatórios anuais, sendo composto por 33 itens¹², isto é, variáveis binárias. Os resultados não foram conclusivos, mas, de modo geral, observou-se maior nível de *disclosure* nas empresas em que há maior discrepância entre os direitos de controle e os direitos de fluxos de caixa do acionista controlador (diferença entre essas medidas) e nas companhias com maior percentual de membros externos no Conselho de Administração.

Em geral, a literatura analisada nesta seção sugere que a maior qualidade das informações divulgadas, isto é, maior nível de transparência da companhia, está associada a menores

¹² O índice de Lanzana (2004) constitui-se de quatro subgrupos: 1) informações gerais e não-financeiras, composto pelos indicadores descrição do negócio/principais produtos; principais mercados e *market share*; estratégia (metas e objetivos); ambiente de negócios e fatores críticos de sucesso; eventos importantes do ano; estrutura organizacional; governança corporativa; relatório social (ou demonstração do valor adicionado); investimentos em recursos humanos e desenvolvimento gerencial; investimentos em P&D e outros ativos intangíveis; e eficiência operacional; 2) informações financeiras adicionais, formado pelos indicadores: unidades vendidas; ROE; ROA; EBITDA; e demonstração de fluxo de caixa; 3) análise de tendências e discussão e análise gerencial, composto pelos indicadores: tendência de receita ao longo dos últimos anos, vendas por região e/ou unidades de negócio, tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos, lucro operacional por região e/ou unidade de negócio, tendência dos investimentos ao longo dos últimos anos, investimento por região e/ou unidade de negócio, tendência de comportamento das ações e retorno total para o acionista, discussão sobre as mudanças na receita e *market share*, discussão sobre as mudanças no lucro operacional e discussão sobre as mudanças nos investimentos ou P&D; e 4) risco, criação de valor e projeções, formado pelos indicadores: uso e implementação de gestão de risco, exposição ao risco cambial, medidas quantitativas de criação de valor para o acionista, compensação gerencial, perspectivas de novos projetos, projeção de lucros, projeções de vendas e crescimento.

conflitos de agência. Tendo como base os elementos que compõem o conceito de transparência de Bushman e Smith (2003) e as argumentações e evidências empíricas, tais como Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lang, Raedy e Yetman (2003), Skaife, Collins e LaFond (2004) e Fernandes e Ferreira (2007), apresenta-se a seguinte proposição:

Proposição 14: Quanto maior a transparência das informações contábeis publicadas, menores os conflitos de interesse entre investidores internos e externos.

Proposição 14a: Quanto maior o conteúdo informativo dos lucros publicados pelas companhias – maior a associação com o retorno de mercado das ações –, menores os conflitos de interesses.

Apresenta-se no próximo item o modelo teórico da pesquisa, elaborado a partir da teoria e estudos empíricos discutidos e da proposta desta tese.

4.2 Modelo teórico da pesquisa

Na perspectiva da teoria da agência, uma governança de qualidade preserva os interesses dos acionistas e investidores financeiros, inspirando, dessa forma, a confiança de que os benefícios gerados pelo investimento lhes serão retornados.

Os problemas de agência decorrentes dos conflitos de interesse entre os atores envolvidos, os quais acarretam a perda da eficiência das empresas, são reduzidos por meio de mecanismos internos e externos à firma. Fundamentando-se nos conceitos dessa teoria e na evidência empírica de estudos conduzidos nesse arcabouço, consideraram-se, nesta pesquisa, os mecanismos: a) internos: “Conselho de Administração”; “estrutura de propriedade e de controle”; “incentivos aos administradores”; e “transparência”; e b) externo: “proteção dos direitos dos acionistas minoritários”.

À medida que esses mecanismos são eficientes na redução dos problemas de agência, eleva-se a qualidade da governança da empresa, motivando, por conseguinte, a confiança dos investidores. Um índice que capture esse conceito de “qualidade da governança” deve estar associado a medidas de performance financeira, uma vez que elas traduzem a confiança do mercado em relação à empresa.

Assim, com apoio na teoria da agência, apresentada e discutida no capítulo precedente, nas proposições acerca da eficiência dos mecanismos de governança na redução dos problemas de agência, expostas no item anterior desta seção, e na proposta deste estudo, apresenta-se a seguir o modelo teórico desta pesquisa (FIG. 5):

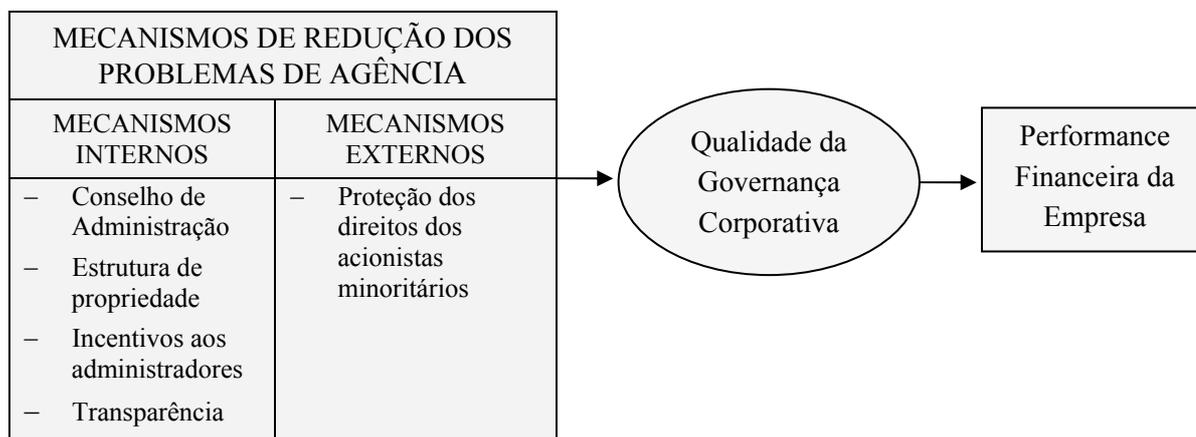


Figura 5 – Modelo teórico da pesquisa

Fonte: Elaborado pela autora

No capítulo seguinte, descreve-se a metodologia adotada na realização do trabalho empírico, sendo apresentados os critérios para a formação da amostra, as fontes das informações coletadas, as variáveis analisadas, os métodos estatísticos utilizados no tratamento dos dados e os modelos estimados.

5 METODOLOGIA

5.1 “Estratégia”

Adotou-se uma “estratégia” quantitativa na execução desta pesquisa. Foram utilizados dados secundários para estudar as inter-relações entre os mecanismos (instrumentos) de governança e, posteriormente, para construir um indicador da qualidade da governança das empresas, composto a partir desses mecanismos. E, em seguida, para validar esse índice mediante a análise do seu relacionamento com indicadores de performance financeira, entre outras medidas da confiança do mercado em relação às empresas.

5.2 Tipo de pesquisa

Segundo Gil (1999), o tipo de pesquisa descritiva tem por objetivo descrever as características da população ou do fenômeno estudado ou, então, estabelecer relações entre as variáveis. São classificadas, também, nessa categoria, aquelas pesquisas em que se visa descobrir a existência de associações entre as variáveis. No entanto, esse autor considera que alguns estudos descritivos vão além da simples identificação da existência de relações entre variáveis, pretendendo determinar a natureza dessa relação, aproximando-se, nesse caso, dos estudos explicativos.

Tendo em vista a proposta deste estudo de construir e validar um índice de governança para empresas no Brasil, sendo a validação externa realizada mediante análise da natureza do relacionamento entre esse indicador e a performance financeira das empresas, pode-se classificá-lo como pesquisa descritiva, que se aproxima da pesquisa explicativa.

5.3 Amostra e dados

A amostra constituiu-se de companhias negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006, sendo analisadas, portanto, somente empresas de capital aberto. Inicialmente, obteve-se na base de dados Economática a relação de empresas com ações negociadas nessa bolsa, com registro ativo ou cancelado. Em seguida, a cada ano do período de estudo, foram selecionadas todas as companhias cujas ações tiveram cotações mensais freqüentes – considerando as transações da ação de maior liquidez no período –, sendo eliminadas apenas aquelas que ficaram sem ser negociadas por um período superior a três meses consecutivos. Após esse filtro, restaram 266 empresas pertencentes a 19 setores de atividades, conforme critérios de classificação da base Economática.

Tendo em vista que a amostra foi sendo construída ano a ano, parte das empresas que a constituíram deixaram de ser negociadas na Bovespa em um dado momento do período integral da análise. Dessa forma, formou-se um painel não-balanceado de firmas negociadas nessa bolsa entre 1997 e 2006. Isto é, para determinadas empresas há dados somente em parte do período. Baum (2006) considera preferível a utilização de painéis não-balanceados porque quando o pesquisador insiste na formação de um painel balanceado pode-se gerar um viés de sobrevivência. Nesse caso, as unidades que persistiram ao longo de toda a dimensão temporal não seriam representativas daquelas que, por uma razão qualquer, deixaram de apresentar dados em algum período intermediário ou que, simplesmente, não mais satisfazem à condição necessária para integrar o painel. A insistência em compor um painel balanceado pode provocar, ademais, a redução acentuada da dimensão *cross-section*, ou seja, do número de grupos analisados.

Enfim, para a maioria das análises efetuadas neste trabalho excluíram-se as empresas do setor financeiro (bancos e seguradoras), pois a natureza das empresas desse setor é bastante peculiar, sobretudo quanto à estrutura financeira, sendo os critérios para suas análises distintos em relação aos das demais. Mantiveram-se as empresas desse setor apenas nas análises isoladas das dimensões “Conselho de Administração”, “proteção dos acionistas minoritários” e “incentivos aos administradores”. Após esse último filtro, restou um total de 242 firmas na amostra. Porém, nem todas apresentam informações anuais consecutivas, havendo dados faltantes em parte do período estudado nesta pesquisa. Cabe ressaltar que não se valeu de critérios para tratamento das observações ausentes – *missing values* –, que foram excluídas da análise.

Uma vez composta a amostra, foram coletados os dados necessários ao cálculo das variáveis analisadas nesta pesquisa. Os dados referem-se, de maneira geral, ao desempenho econômico-financeiro das empresas, aos mecanismos de governança identificados a partir da teoria da agência e às características específicas das empresas.

A maioria das informações necessárias ao cálculo dos indicadores de governança corporativa foi coletada na demonstração Informações Anuais (IAN) das empresas, entregue à CVM a cada ano. Assim, nesse demonstrativo coletaram-se os dados necessários ao cálculo das variáveis que compõem as dimensões “Conselho de Administração”, “incentivos aos administradores” e “proteção dos acionistas minoritários”. Nas IANS obtiveram-se, também, as informações acerca da natureza dos controladores, da participação acionária dos investidores institucionais e dos assinantes dos acordos de acionistas.

Os dados econômico-financeiros e os indicadores de mercado das empresas foram obtidos na base de dados Economática. Os dados dos indicadores contábeis necessários ao cômputo das variáveis da dimensão “transparência das informações publicadas” foram, dessa forma, coletados nessa base. Igualmente, obtiveram-se na Economática as informações sobre a negociação de ADRs das companhias da amostra nas bolsas norte-americanas NASDAQ, AMEX e NYSE. As informações concernentes à composição acionária direta das empresas também foram coletadas nessa base, sendo, no entanto, feita a verificação dessas informações nas IANs. Enfim, os dados sobre os planos de opções de compra para os administradores (dimensão “incentivos aos administradores”), comunicados ao mercado e fatos relevantes das empresas (dimensão “transparência”) foram colhidos no sítio da CVM na internet.

Todos os dados de natureza econômico-financeira foram deflacionados pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI).

5.4 Variáveis analisadas

As variáveis utilizadas neste trabalho são medidas de performance financeira, indicadores de qualidade da governança corporativa e fatores de controle. Nos itens que seguem, são apresentadas e definidas as medidas empregadas na análise empírica.

5.4.1 Variáveis dependentes – Medidas de performance financeira

A performance financeira foi representada por duas dimensões alternativas: de valorização de mercado da firma (Q_Tobin); e de rentabilidade de mercado das ações (excesso de retorno da ação em relação ao rendimento do título livre de risco). Os retornos das ações foram utilizados, ao invés dos seus preços. Embora não constituísse objetivo desta tese, analisou-se, também, a dimensão de rentabilidade operacional (contábil).

5.4.1.1 Valorização de mercado da firma – Q de Tobin

Como medida de valorização da firma utilizou-se o Q de Tobin, que relaciona o valor de mercado de uma companhia com o valor de reposição dos seus ativos. Conforme discutido por Famá e Barros (2000), existem várias *proxies* para este indicador, dentre as quais estão aquelas que utilizam métodos teoricamente mais corretos, tais como as desenvolvidas por Lindenberg e Ross (1981), Lewellen e Badrinath (1997) e Lee e Tompkins (1999), e as que consistem em aproximações simplificadas, por exemplo, a elaborada por Chung e Pruitt (1994).

O problema em utilizar as *proxies* mais acuradas está na dificuldade de obter os dados necessários, tais como o valor de mercado das dívidas. Em contrapartida, as aproximações simplificadas são facilmente calculáveis, sendo preferidas pela maioria dos pesquisadores que empregam o Q de Tobin.

Do mesmo modo que Barnhart e Rosenstein (1998), neste estudo empregou-se a aproximação do Q de Tobin de Chung e Pruitt (1994), que pode ser calculada por meio de dados de fácil acesso e, também, porque eles testaram o indicador e mostraram que existe uma relação forte entre a *proxy* por eles desenvolvida e a medida de Lindenberg e Ross (1981), que constitui um método teoricamente mais adequado (FAMÁ; BARROS, 2000). A equação que expressa a *proxy* do Q de Tobin é:

$$Q_TOBIN = \frac{VMA + D}{AT} \quad [6]$$

Em que: VMA é o valor de mercado das ações negociadas em bolsa de valores; AT é o valor contábil dos ativos totais da empresa; e D representa o capital de terceiros.

O valor D na equação [6] é obtido mediante a expressão:

$$D = VCPC - VCAC + VCE + VCDLP \quad [7]$$

Em que: VCPC é o valor contábil dos passivos circulantes da firma; VCAC é o valor contábil dos ativos circulantes; VCE é o valor contábil dos estoques; e VCDLP é o valor contábil das dívidas de longo prazo.

O Q de Tobin vem sendo amplamente utilizado nas pesquisas que avaliam a performance da firma. Exemplos de trabalhos que empregaram esse indicador são: La Porta *et al.* (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Klapper e Love (2004), Silveira (2004) e Leal e Carvalhalda-Silva (2005). No entanto, Demsetz e Villalonga (2001) e Bhagat e Jefferis (2002) argumentam que o numerador na equação do Q de Tobin, sendo o valor de mercado da firma, reflete, parcialmente, o valor atribuído aos ativos intangíveis da empresa pelos investidores, mas o denominador, que estima o custo de reposição dos ativos tangíveis, não inclui os investimentos em ativos intangíveis. Se a maior parte dos investimentos da firma é de ativos intangíveis, o Q de Tobin será mais elevado, já que o seu numerador (preço de mercado) incorpora o valor presente dos fluxos de caixa gerados pelos ativos intangíveis, mas o denominador não inclui a reposição desse tipo de ativo.

5.4.1.2 Rentabilidade de mercado das ações

Assim como nas análises de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Bauer, Guenster e Otten (2004), Cremers e Nair (2005), neste estudo a performance das ações foi medida pelo excesso de retorno em relação ao título sem risco. O retorno da ação foi representado pelo logaritmo neperiano da razão entre o preço de fechamento da ação “i” no instante “t” e o seu preço de fechamento em “t-1”. Assim:

$$RI_{it} = \ln \left[\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right] \quad [8]$$

Em que: RI_{it} é o retorno do título “i” no instante “t”; P_{it} é o preço de fechamento do título “i” no instante “t”, ajustado para todos os proventos; e P_{it-1} é o preço de fechamento do título “i” no instante “t-1”, ajustado para todos os proventos.

Como o desempenho das ações foi representado pelo excesso de retorno em relação ao rendimento do ativo livre de risco, representado neste trabalho pela rentabilidade do CDI, a variável dependente foi expressa da seguinte maneira:

Excesso de retorno da ação: $RI_{it} - RF_t$

Em que: RF_t é a taxa de retorno do título livre de risco no período “t” – taxa de rentabilidade do certificado de depósito interfinanceiro (CDI).

Assim como a medida de performance descrita anteriormente, o retorno de mercado das ações apresenta alguns inconvenientes, dentre os quais a possibilidade de os investidores anteciparem o efeito da variação nos indicadores de governança (BHAGAT; BLACK, 2002).

5.4.1.3 Medidas contábeis de rentabilidade

Como medidas de performance operacional (contábil), foram utilizadas: *margem líquida e retorno sobre patrimônio líquido*, conforme Gompers, Ishii e Metrick (2003); *lucro operacional antes de juros, depreciação e amortização*; e *retorno sobre o investimento*, conforme Chi (2005). Seguem-se as definições operacionais dessas variáveis:

a) *Margem líquida*:

$$MARG_LIQ = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Vendas líquidas}} \quad [9]$$

b) *Retorno sobre o patrimônio líquido*:

$$ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}} \quad [10]$$

c) *Lucro operacional antes de juros, depreciação e amortização:*

$$EBTIDA = \frac{EBTIDA}{\text{Ativo total}} \quad [11]$$

d) *Retorno sobre o investimento:*

$$ROI = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}} \quad [12]$$

Essas variáveis não foram empregadas isoladamente, senão combinadas em um único índice, calculado de forma a obter a performance contábil. O método empregado foi o de média ponderada de todos os componentes principais obtidos na análise de componentes principais desses quatro indicadores, sendo o peso representado pelas variâncias proporcionais de cada componente, isto é, os seus respectivos autovalores.

Segundo Bhagat e Jefferis (2002) e Demsetz e Villalonga (2001), as medidas de performance baseadas em dados contábeis possuem a vantagem de não ser afetadas pelo humor do mercado, entretanto são indicadores suscetíveis à manipulação por dirigentes, cuja remuneração está, muitas vezes, atrelada a esse tipo de medida de performance.

5.4.2 Variáveis independentes

5.4.2.1 Indicadores de qualidade da governança

Os indicadores considerados na construção do índice de governança são fundamentados na teoria e na evidência empírica acerca dos mecanismos de governança que as empresas utilizam para alinhar os interesses dos dirigentes e dos acionistas, tanto minoritários quanto majoritários, e, dessa forma, minimizar os conflitos de agência. As variáveis referem-se às dimensões: Conselho de Administração, estrutura de propriedade e de controle, incentivos aos administradores (remuneração), proteção dos investidores minoritários e transparência das informações publicadas.

5.4.2.1.1 Variáveis do Conselho de Administração

Nesta pesquisa, considera-se que o Conselho de Administração será de melhor qualidade se estiver em conformidade com os pressupostos de eficiência da teoria da agência examinados, sobretudo, por Fama (1980), Fama e Jensen (1983a), Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993). Sob essa ótica, um Conselho de Administração de elevada qualidade caracteriza-se pela participação elevada de diretores independentes, externos à firma; pela separação das funções de diretor geral da companhia e de presidente do Conselho; e pelo pequeno número de diretores no Conselho. Ao contrário, um Conselho de baixa qualidade é composto majoritariamente de membros internos ou, então, diretores externos, mas que são afiliados aos administradores; é presidido pelo executivo responsável pela direção geral da empresa; e é caracterizado por elevado número de administradores.

De acordo com Lipton e Lorsh (1992) e Jensen (1993), a eficiência do Conselho depende do seu tamanho. Eles consideram que os Conselhos de Administração formados por um elevado número de membros sejam menos eficientes. Para representar essa característica, foi utilizada a seguinte variável:

- TAM_CA – Número de membros no Conselho de Administração.

Conforme a teoria da agência, a eficiência do Conselho de Administração deverá crescer com o aumento da participação de diretores independentes. A variável que mede essa dimensão é representada da seguinte maneira:

- INDEP (%) – Porcentagem de conselheiros independentes no Conselho de Administração.

Nesta pesquisa, seguiu-se a metodologia de Dutra e Saito (2002) para classificar os membros dos Conselhos de Administração no contexto brasileiro, o que consistiu em separá-los do seguinte modo:

- CONTROL (%) – Porcentagem de conselheiros representantes do controlador no Conselho de Administração;
- INDEP (%) – Porcentagem de conselheiros independentes no Conselho de Administração;

- INTER (%) – Porcentagem de conselheiros internos no Conselho de Administração;
- AFIL (%) – Porcentagem de conselheiros afiliados no Conselho de Administração.

A separação entre as funções de CEO da companhia e de diretor do Conselho de Administração constitui um dos requisitos para a eficiência desse mecanismo de controle (JENSEN, 1993). Quando ambos os cargos são exercidos pelo mesmo executivo, a função de monitoramento do Conselho é comprometida. Assim, a variável que representa essa dimensão foi expressa por:

- SEPAR – separação das funções de CEO e de presidente do Conselho:

$$\left\{ \begin{array}{l} 1, \text{ se as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas} \\ \text{diferentes;} \\ 0, \text{ em caso contrário.} \end{array} \right.$$

A evidência empírica sobre o Conselho de Administração sugere que, ao analisar essa dimensão da governança, deve-se considerar a influência de aspectos da estrutura de propriedade das empresas. Pressupõe-se que nas companhias com capital concentrado os acionistas dominantes tenham maior representação no Conselho, reduzindo o seu tamanho e, sobretudo, a sua independência.

5.4.2.1.2 Variáveis de estrutura de propriedade e de controle

Considera-se neste estudo que a distribuição do capital nas empresas representa um dos mecanismos para reduzir os problemas de agência, na medida em que permite aumentar a convergência de interesses e o monitoramento. Dessa forma, supõe-se que a eficiência do controle dos administradores depende do desenho da estrutura de propriedade da companhia, isto é, da participação de grandes acionistas (*blockholders*) e da natureza dos investidores.

O desenvolvimento de instrumentos que permitam a convergência de interesses de acionistas e administradores é um dos pressupostos da teoria da agência. Nessa perspectiva, pressupõe-se que a participação dos administradores como acionistas aumenta o seu interesse em buscar a maximização do valor da companhia, visto que sua riqueza está envolvida. Ademais,

pressupõe-se que o controle seja mais eficiente na medida em que haja grandes investidores na companhia, os quais têm incentivos para monitorar a gestão, uma vez que os seus portfólios são menos diversificados. De maneira semelhante, supõe-se que os investidores institucionais tenham mais informações e condições para exercer a vigilância. Por conseguinte, a sua presença aumentaria a eficiência do monitoramento.

As argumentações de Jensen e Meckling (1976), Jensen (1993), Shleifer e Vishny (1997), La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) e as evidências empíricas observadas em países emergentes, tais como Claessens *et al.* (2002) e, no Brasil, Leal, Carvalhal-da-Silva e Valadares (2002) e Aldrighi e Neto (2005), foram as principais bases para a construção dos indicadores de estrutura de propriedade.

Assim, a eficiência do monitoramento deverá crescer se houver grandes acionistas nas companhias. Para expressar a concentração de capital, utilizaram-se, alternativamente, as seguintes variáveis:

- AC1_TOT (%) – percentual do capital total mantido pelo maior acionista.
- AC_S3_TOT (%) – percentual do capital total mantido pelos três maiores acionistas.
- AC_S5_TOT (%) – percentual do capital total mantido pelos cinco maiores acionistas.
- AC_S2a5_TOT (%) – percentual do capital total mantido pelos maiores acionistas do segundo ao quinto.
- F_FLOAT_TOT (%) – percentual do capital total mantido em circulação, ou seja, de títulos da empresa que não estão em poder dos seus acionistas controladores.

A natureza dos acionistas também influencia o controle dos administradores. Supõe-se que o monitoramento será mais efetivo à medida que cresce a participação de instituições no capital da companhia. Para representar essa dimensão, empregou-se a seguinte variável:

- AC_INST_TOT (%): percentual do capital total mantido por investidores institucionais (instituições em geral, incluindo bancos e seguradoras).

Pesquisadores como Shleifer e Vishny (1997), La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) argumentam, no entanto, que a concentração de propriedade pode apresentar custos, os quais se traduzem na expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários. Esses autores

sugerem que os conflitos de agência entre categorias de acionistas surgem quando há grande separação entre os direitos de controle e os direitos sobre os fluxos de caixa, resultante da emissão de ações sem direito a voto e da utilização de esquemas piramidais, isto é, de uma cadeia de investimentos entre empresas.

Supõe-se, portanto, que acionistas com elevadas participações nos resultados da companhia têm maior interesse em maximizar o seu valor. Por consequência, seus interesses são mais alinhados aos dos minoritários. Assim, quanto maior a diferença entre a participação dos maiores acionistas no capital votante e a sua participação no capital total da companhia, maior a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CLAESSENS *et al.*, 2002). Ao contrário, quanto menor esse desvio, maior a convergência de interesses entre os acionistas controladores e os minoritários. A variável utilizada para mensurar essa dimensão é expressa por:

- [CAPVOT_CAPTOT] (%): diferença entre o percentual de participação do maior acionista no capital votante e o seu percentual de participação no capital total.

Neste trabalho, considera-se que a existência de um acionista controlador na companhia determina a eficiência de outros mecanismos de governança, como o Conselho de Administração. Para a caracterização da estrutura de controle direto das empresas, utilizaram-se as seguintes variáveis:

- AC1_VT: Porcentagem de ações com direito a voto do primeiro acionista.
- AC_S3_VT: Porcentagem total de ações com direito a voto dos três maiores acionistas.
- AC_S5_VT: Porcentagem total de ações com direito a voto dos cinco maiores acionistas.
- F_FLOAT_VT: Porcentagem total de ações com direito a voto mantidas em circulação – isto é, volume de títulos da empresa com direito a voto que não estão em poder dos seus acionistas controladores, sendo negociados no mercado acionário.
- AC_INST_VT: Porcentagem total de ações com direito a voto mantidas por investidores institucionais e instituições em geral, tais como bancos e seguradoras.

- AC_ACORDO_VT: Porcentagem total de ações com direito a voto do conjunto de acionistas que fazem parte do acordo de acionistas.
- ACORDO: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando existe um acordo de acionistas na empresa; e (0) em caso contrário.
- Ident_controlador: identificação do acionista controlador

Identidade do primeiro acionista direito, quando há um acionista controlador. Variável categórica (nominal) definida a partir dos seguintes critérios:

- Família
- Investidores institucionais
- Empresa
- Governo
- Não há acionista controlador.

Esta variável foi recalculada formando as seguintes variáveis dicotômicas utilizadas nas análises de regressão:

- FAM: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é um indivíduo ou família; e (0) em caso contrário.
- INST: Variável dicotômica assumindo o valor (1) em quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é um investidor institucional; e (0) em caso contrário.
- EMP: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é uma outra empresa; e (0) em caso contrário.
- GOV: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando o primeiro acionista (maior acionista direto) é o governo; e (0) em caso contrário.
- NT_CONTR: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando a empresa não possui um acionista de controle, o maior acionista direto não é controlador; e (0) em caso contrário.

- Tipo_controle: tipo de controle acionário da empresa. Variável categórica (nominal) definida a partir dos seguintes critérios:

- Privada nacional
- Estatal
- Estrangeira
- Holding nacional
- Holding estatal
- Holding estrangeira

Esta variável foi recalculada formando as seguintes variáveis dicotômicas utilizadas nas análises de regressão:

- PRIV: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando a natureza do controle acionário é privada nacional; e (0) em caso contrário.
- ESTADO: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando a natureza do controle acionário é estatal; e (0) em caso contrário.
- EST: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando a natureza do controle acionário é estrangeira; e (0) em caso contrário.
- HOLD_NAC: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando a natureza do controle acionário é holding nacional; e (0) em caso contrário.
- HOLD_ESTADO: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando a natureza do controle acionário é holding estatal; e (0) em caso contrário.
- HOLD_EST: Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando a natureza do controle acionário é holding estrangeira; e (0) em caso contrário.

5.4.2.1.3 Variáveis de incentivos aos administradores (remuneração)

Os incentivos aos executivos são mecanismos de alinhamento de interesses. Podem adotar diversas modalidades, tais como: participação acionária dos diretores na companhia; programas de opções de compra de ações da firma; variação ou o nível de remuneração em dinheiro, incluindo comissões, bônus; e planos de participação dos administradores nos lucros da companhia.

Na perspectiva da teoria da agência, os contratos de incentivos são desenvolvidos com a finalidade de minimizar os problemas de agência gerados pela separação entre a propriedade e a decisão. Esses instrumentos fazem parte das regras internas do jogo organizacional, conforme argumentado por Jensen (1998), criadas para recompensar e punir os agentes em função de sua performance e, assim, motivá-los a agir no sentido da maior eficiência. Os conflitos de agência seriam reduzidos e, conseqüentemente, as companhias tornar-se-iam mais eficientes.

Posto isso, nesta pesquisa considera-se como eficientes os incentivos que permitam o maior alinhamento dos interesses dos executivos aos dos acionistas. O argumento foi construído, principalmente, a partir das discussões de Jensen e Meckling (1976) e Murphy (1998) e dos resultados de testes empíricos, tais como Jensen e Murphy (1990), Hall e Liebman (1998) Kaplan (1994) e Kato, Kim e Lee (2007).

A compensação em dinheiro representa um instrumento capaz de motivar os executivos a enfatizar a maximização do valor da companhia. Um dos argumentos de Jensen e Murphy (1990) é que salários, bônus e demais componentes da remuneração em dinheiro podem ser estruturados de maneira a recompensar e punir os executivos em função da performance apresentada pela companhia. Supõe-se, assim, que quanto maior a variação na remuneração total dos executivos maior a convergência dos seus interesses com os dos proprietários.

Devido à escassez de dados detalhados sobre a remuneração de executivos brasileiros, empregou-se uma *proxy* que consiste no valor agregado da remuneração do conjunto de diretores da companhia, tal como o fizeram Kaplan (1994) e Kato, Kim e Lee (2007) em amostras japonesas e coreanas, respectivamente. Expressou-se essa dimensão por meio da primeira diferença do montante total da remuneração e do seu valor absoluto, sendo as variáveis:

- REMUNERAÇÃO: valor anual total da remuneração em dinheiro recebida por todos os administradores.
- REMUNERAÇÃO/NUM_ADM: valor anual total da remuneração em dinheiro recebida por todos os administradores, dividida pelo número total deles.
- VAR_REM: mudança no valor anual total da remuneração em dinheiro paga a todos os administradores da companhia.
- (VAR_REM)/(NUM_ADM): mudança no valor anual total da remuneração em dinheiro paga a todos os administradores, dividida pelo número total deles.
- REM_TOTAL: valor anual total da remuneração em dinheiro recebida pelos administradores, incluindo o valor da participação nos lucros.

A remuneração em dinheiro paga aos executivos pode incluir parcelas variáveis e contingentes. Dentre esses componentes estão os planos de participação nos lucros da companhia, que são desenvolvidos para motivar a busca da maximização do valor da firma, ou seja, para reduzir os conflitos de agência (JENSEN; MURPHY, 1990; TREMBLAY; CHÊNEVERT, 2004). Supõe-se que a existência de um plano de participação dos administradores nos lucros na companhia seja diretamente associada a uma maior convergência dos seus interesses aos dos acionistas. Neste estudo, empregou-se a seguinte variável para representar esse instrumento:

- PART_LUCRO:

$$\left\{ \begin{array}{l} 1, \text{ se a companhia mantém ativo um programa de participação dos} \\ \text{administradores nos lucros da companhia;} \\ 0, \text{ em caso contrário.} \end{array} \right.$$

A compensação dos executivos na forma de opções de compra de ações também representa um mecanismo de incentivo dos administradores, sendo considerada em diversas análises, tais como em Jensen e Murphy (1990) e em Hall e Liebman (1998). Nesta pesquisa, supõe-se que a existência de um programa de opções de compra para administradores seja diretamente associada ao alinhamento de seus interesses aos acionistas. Essa dimensão foi representada pela seguinte variável:

- PLANO_OPÇÕES:

$$\left\{ \begin{array}{l} 1, \text{ se a companhia possui um plano de incentivos para administradores na} \\ \text{forma de opções de compra de ações;} \\ 0, \text{ em caso contrário.} \end{array} \right.$$

5.4.2.1.4 Variáveis de proteção dos acionistas minoritários

Neste estudo, admite-se que a proteção legal dos acionistas minoritários representa um dos mecanismos de governança corporativa, visto que o ambiente institucional legal impõe limitações à liberdade de ação dos dirigentes ou acionistas controladores. Isto é, ele permite o controle do seu comportamento, evitando que eles busquem a maximização dos seus próprios interesses em detrimento dos investidores minoritários. Nessa perspectiva, a qualidade da governança corporativa de uma companhia está, portanto, associada ao nível de proteção fornecida aos seus acionistas minoritários.

Destarte, supõem-se eficientes os mecanismos que permitam à companhia aumentar a proteção legal dos seus investidores minoritários e, por conseguinte, minimizem os problemas de agência. A argumentação foi desenvolvida, sobretudo, com base nas discussões de La Porta *et al.* (1998, 2000, 2002), Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999) e nos resultados de testes empíricos, tais como os de Reese e Weisbach (2002), Doidge (2004, 2005), Doidge, Karolyi e Stulz (2004), Doidge *et al.* (2006) e Hail e Leuz (2006).

Segundo La Porta *et al.* (1998), o Brasil se caracteriza por uma baixa proteção dos direitos dos investidores, o que pode favorecer a espoliação dos acionistas minoritários. Todas as companhias brasileiras estão sujeitas à mesma lei societária. Contudo, nesse contexto, conforme argumentos de Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999), é possível que as firmas utilizem o mecanismo de listagem de ADRs nas bolsas norte-americanas para se comprometer com padrões mais elevados de proteção e, assim, facilitar a captação de recursos. Supõe-se, assim, que a negociação de ADRs nível 2 e 3 nos Estados Unidos seja negativamente associada aos conflitos de interesse. Para expressar esse mecanismo, utilizou-se a seguinte variável:

- ADR:

{ 1, se a companhia mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3 em uma bolsa norte-americana;
0, em caso contrário.

As companhias brasileiras podem, ainda, diferenciar-se quanto ao nível de proteção dos seus acionistas minoritários mediante a concessão de direitos adicionais em seu estatuto que permitam, por exemplo, maior participação dos acionistas preferenciais nas decisões. Supõe-se, assim, uma associação inversa entre o consentimento de direitos adicionais aos minoritários pelo estatuto da companhia e os conflitos de interesse. Expressou-se esse aspecto por meio das seguintes variáveis:

- DIR_VOTO:

{ 1, se o estatuto da companhia concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de voto, seja pleno ou restrito a matérias especiais;
0, em caso contrário.

- DIR_ELEG_CA:

{ 1, se o estatuto da companhia concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger um ou mais membros dos órgãos de administração, sem a necessidade de atender às condições de quórum mínimo e de lista tríplice elaborada pelo controlador;
0, caso contrário.

Buscou-se, ademais, verificar se há diferenças entre as companhias em função das vantagens atribuídas às ações preferenciais. Mediante a análise dos estatutos das empresas, foram construídas as seguintes variáveis concernentes às vantagens econômicas atribuídas às ações preferenciais, isto é, benefícios do art. 17 da Lei 6.404/76 que são atribuídos a essas ações:

- VANTPN – Variável categórica classificada em função do conjunto de vantagens conferido às ações preferenciais como descrito a seguir:

- Dividendo 10% superior ao das ações ordinárias, apenas;
- Dividendo mínimo ou fixo, apenas;
- Dividendo 10% superior ao das ordinárias e dividendo mínimo ou fixo;
- *Tag along*, apenas;
- *Tag along* e dividendo 10% superior ao das ordinárias;
- *Tag along* e dividendo mínimo ou fixo.

- PRC – prioridade no reembolso do capital:

- 1, se as ações preferenciais têm prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia;
- 0, em caso contrário.

5.4.2.1.5 Variáveis de transparência das informações publicadas

Considera-se nesta pesquisa que a qualidade das informações publicadas pela companhia constitui um dos seus mecanismos de governança, porque permite reduzir a assimetria de informação entre os dirigentes/acionistas controladores e os investidores externos, que se valem dessas informações para fazer suas previsões, atenuando, conseqüentemente, os conflitos de interesse entre eles. Nessa perspectiva, a qualidade da governança de uma companhia está, portanto, diretamente associada ao grau de transparência das suas informações prestadas.

Posto isso, a argumentação foi construída, essencialmente, a partir da hipótese de custos de comprometimento proposta por Jensen e Meckling (1976), do conceito de transparência de Bushman e Smith (2003) e das evidências empíricas, tais como Leuz, Nanda e Wysocki (2003), Lang, Raedy e Yetman (2003), Skaife, Collins e LaFond (2004) e Fernandes e Ferreira (2007).

Supõe-se, assim, que uma maior qualidade nos fluxos de informações de lucros das companhias forneça aos investidores externos maior suporte para a tomada da decisão de

investimento, sendo, portanto, inversamente relacionada aos seus conflitos de agência. Para medir a qualidade das informações publicadas, refletida pela transparência dos lucros contábeis, utilizaram-se as *proxies* de manipulação dos lucros (*earnings management* EM1, EM2 e EM3) propostas por Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

Essa escolha deve-se ao fato de que essas *proxies* podem capturar diversas dimensões de manipulação dos lucros (suavização e magnitude da utilização de itens contábeis), isto é, de uma representação imprecisa dos resultados operacionais reais da companhia. Conforme argumentações de Lang, Raedy e Yetman (2003), não existe na literatura um reconhecimento de qual seja a melhor *proxy* para capturar a qualidade dos lucros publicados. Contudo, a utilização de um conjunto de medidas permite reduzir as chances de erro de medida.

A existência de itens contábeis (*accruals*) nos resultados das companhias deve-se ao princípio da competência, receitas ainda não recebidas e custos ainda não pagos. Esse critério oferece certa liberdade aos dirigentes de alterar alguns dos itens que formam os resultados operacionais da companhia, por exemplo, mediante a transferência de contas a receber e de itens a pagar de um ano para outro. Assim, conforme argumentam Leuz, Nanda e Wysocki (2003), se os lucros são artificialmente suavizados, eles não refletem as verdadeiras variações na performance subjacente da firma, perdendo, portanto, o seu poder informativo.

Para expressar a qualidade da transparência, utilizaram-se as variáveis TRANSP1, TRANSP2, TRANSP3, TRANSP4 e TRANSP5, descritas a seguir.

- TRANSP1 – Suavização dos lucros operacionais publicados mediante a alteração de componentes contábeis (*accruals*).

- $$TRANSP1 = \frac{\sigma(LDIR_{it})}{\sigma(CFO_{it})} \quad [13]$$

Relação entre o desvio padrão do lucro depois do imposto de renda (LDIR) e o desvio padrão do fluxo de caixa das operações (CFO). O LDIR foi obtido no demonstrativo de resultado das companhias. Para calcular a *proxy* do CFO, utilizou-se de informações do balanço patrimonial e da DOAR, sendo obtido da mesma forma que Leuz, Nanda e Wysocki (2003) e Fernandes e Ferreira (2007). Ambas as variáveis foram calculadas em relação ao ativo total do período anterior.

O cálculo do CFO foi feito da seguinte maneira:

$$CFO_{it} = LDIR_{it} - ACC_{it}$$

Em que: $LDIR_{it}$ é o lucro após o imposto de renda; e ACC_{it} são os *accruals*, itens contábeis, que não representam entradas e saídas efetivas de caixa.

Os *accruals* ACC foram calculados como em Leuz, Nanda e Wysocki (2003). Tem-se, assim:

$$ACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta DC_{it} - \Delta TP_{it}) - DEP_{it} \quad [14]$$

Em que: ΔCA_{it} é a variação nos ativos circulantes totais; $\Delta CASH_{it}$ é a variação no disponível e investimentos de curto prazo; ΔCL_{it} é a variação nos passivos circulantes totais; ΔDC_{it} é a variação na dívida de curto prazo incluída nos passivos circulantes; ΔTP_{it} é a variação no imposto de renda a pagar; e DEP_{it} é a despesa de depreciação e amortização.

Logo,

$$CFO_{it} = LDIR_{it} - [(\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta DC_{it} - \Delta TP_{it}) - DEP_{it}] \quad [15]$$

TRANSP1 indica se os *insiders* reduzem a variabilidade dos lucros publicados mediante a alteração dos seus componentes contábeis (*accruals*). Baixos valores dessa variável sugerem que os *insiders* exercem a sua liberdade contábil para suavizar os lucros publicados (alterando os componentes contábeis). Ou seja, se a variabilidade dos lucros é muito menor do que a variabilidade dos fluxos de caixa tem-se um indício de que eles foram suavizados.

- TRANSP2 – Suavização e correlação entre mudança em itens contábeis (*accounting accruals*) e fluxos de caixa operacionais (*operating cash flows*).
- $TRANSP2 = \rho(\Delta ACC; \Delta CFO)$ [16]

Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), os *insiders* podem também usar a sua liberdade contábil para conciliar os choques econômicos aos fluxos de caixa operacionais da firma. Eles podem acelerar a publicação de receitas futuras ou atrasar a publicação de custos atuais para esconder uma performance ruim ou, ao contrário, publicar uma performance inferior para criar reservas para o futuro. Em ambos os casos, os itens contábeis amortizam os choques nos

fluxos de caixa, resultando em correlações negativas entre esses dois componentes do lucro. Todavia, esses autores ressaltam que uma correlação negativa é um resultado natural da contabilidade baseada na competência e que, *ceteris paribus*, são as grandes magnitudes dessa correlação, em termos negativos, que sugerem a suavização dos lucros publicados.

- TRANSP3 – Magnitude dos componentes contábeis (*accruals*)

Segundo Leuz, Nanda e Wysocki (2003), os *insiders* podem usar sua liberdade contábil, por exemplo, para exagerar os lucros publicados de modo a alcançar certas metas ou, ainda, para mostrar uma performance extraordinária em determinados momentos, por exemplo, quando da emissão de novas ações. A variável que representou essa terceira dimensão de *earnings management* é calculada da seguinte forma:

- $$TRANSP3 = \frac{|ACC|}{|CFO|} \quad [17]$$

A magnitude dos componentes contábeis (*accruals*) é uma *proxy* para a extensão pela qual os *insiders* podem exercer sua liberdade na publicação dos lucros.

- TRANSP4 – resíduo quadrado da regressão do retorno de mercado das ações sobre a receita operacional líquida.

Além das variáveis de *earnings management*, empregou-se a *proxy* de transparência dos lucros baseada em informações de mercado utilizada por Skaife, Collins e LaFond (2004), que reflete a qualidade da informação contida nos lucros contábeis. Quanto maior a transparência nos lucros, menor a assimetria de informações entre administradores e investidores externos. Dessa forma, quando os lucros contábeis são fortemente correlacionados com o retorno de mercado, entende-se que eles sejam mais transparentes, porque refletem os eventos econômicos que são precificados pelo mercado.

Supõe-se, então, que quanto mais transparentes forem os lucros, maior será a sua correlação com os retornos de mercado das ações. Elevados resíduos indicam, portanto, baixa transparência. A variável empregada para representar essa dimensão é o resíduo quadrado da seguinte equação de regressão:

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 LDIR_{it} + \beta_2 PERDA_{it} + \beta_3 LDIR_{it} * PERDA_{it} + \beta_4 \Delta LDIR_{it} + \varepsilon_{it} \quad [18]$$

Em que: RET_{it} é o retorno da ação ajustado ao mercado, representado pelo retorno do índice Ibovespa, para firma “i” no ano fiscal “t”; $LDIR_{it}$ é o lucro após o imposto de renda da firma “i” no ano fiscal “t”, dividido pelo valor de mercado da firma no período anterior; $PERDA_{it}$ é uma variável binária, assumindo o valor (1) quando o LDIR é negativo e (0) em caso contrário; $\Delta LDIR_{it}$ é a variação no lucro líquido após imposto de renda da firma “i” no ano “t”, dividido pelo valor de mercado no período anterior; e $LDIR_{it} * PERDA_{it}$ é o termo de interação; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Assim, a transparência dos lucros contábeis é medida por:

- $TRANSP4 = (\varepsilon_{it})^2$ [19]

Em que: ε_{it}^2 é o resíduo ao quadrado obtido da regressão da equação [18].

Enfim, na caracterização da transparência considerou-se uma dimensão de quantidade de informações publicadas pelas companhias, ou seja, de frequência de comunicação ao mercado. TRANSP5 representa a quantidade de informações divulgadas pela companhia como fatos relevantes e comunicados ao mercado. Assim:

- $TRANSP5 = \text{fatos relevantes} + \text{comunicados ao mercado}$ [20]

5.4.2.2 Variáveis de controle

Neste trabalho, os fatores de controle são variáveis que ajudam a explicar a performance financeira das companhias, além da governança corporativa, sendo adicionados para minimizar a possibilidade de distorção dos resultados devido à influência de variáveis omitidas do modelo.

A não inclusão de variáveis importantes em um modelo implica má especificação. Segundo Brooks (2002), quando algumas das variáveis relevantes são omitidas do modelo os coeficientes estimados são viesados e inconsistentes, exceto nos casos em que as variáveis excluídas não se correlacionam com as variáveis explicativas do modelo. E, mesmo quando essa condição é satisfeita, a estimativa do termo constante seria viesada e, por consequência,

as previsões feitas a partir do modelo estimado.

Para estimar o relacionamento entre a performance financeira e a governança, foram selecionadas variáveis de controle com base em evidências empíricas anteriores, que examinaram a associação entre essas duas variáveis, tais como Gompers, Ishii e Metrick (2003), Bauer, Guenster e Otten (2004), Black *et al.* (2005), Chi (2005) e Larcker, Richardson e Tuna (2005).

Nas especificações em que a performance da companhia é representada pelo Q de Tobin incluem-se, normalmente: *tamanho da firma*, medido pelo ativo total ou pelo valor de mercado das ações; *tipo de indústria*; *alavancagem financeira*; *crescimento das vendas*; *gastos com pesquisa e desenvolvimento em relação às vendas*, *gastos com publicidade em relação às vendas*; *inclusão na carteira teórica do índice proxy de mercado*; *rentabilidade operacional* ou *retorno líquido*; e *liquidez de mercado da ação* (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; BAUER; GUENSTER; OTTEN, 2004; CHI, 2005; BLACK *et al.*, 2005).

Os fatores de controle do relacionamento entre Q de Tobin e qualidade da governança utilizados nesta pesquisa são os seguintes:

- Ativo total (logat) – tamanho da empresa, representado pelo logaritmo neperiano do ativo total da empresa;
- Alavancagem financeira (alavfin) – calculada mediante a seguinte equação:

$$alavfin = \frac{\left(\frac{LL/PL}{LL - res_fin} \right)}{AT} \quad [22]$$

Em que: LL é o lucro líquido; PL é o patrimônio líquido; res_fin é o resultado financeiro (receitas financeiras - despesas financeiras); e AT é o ativo total.

- Crescimento das vendas (Recbruta) – variação percentual da receita bruta total de um ano para outro;
- Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) – obtido pela relação entre o lucro líquido do exercício social e o valor contábil do patrimônio líquido.
- Liquidez (liqbol) – volume relativo de negociação da ação, calculado da seguinte

maneira:

$$liqbol = 100 * \left(\frac{p}{P}\right) * \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) * \left(\frac{v}{V}\right)} \quad [23]$$

Em que: “p” é o número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; “P” é o número total de dias do período escolhido; “n” é o número de negócios com a ação dentro do período escolhido; “N” é o número de negócios com todas as ações negociadas na bolsa dentro do período escolhido; “v” é o volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido; e “V” é o volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

Nas análises em que a performance da firma é representada pelo retorno de suas ações, controlam-se, de maneira geral, os efeitos do *risco sistemático*, *índice valor patrimonial por ação/preço*, *tamanho da firma* (valor de mercado), *liquidez*, *setor de atividade* (tipo de indústria) e *rendimento em dividendos* (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; ERTUGURL; HEGDE, 2005; BAUER; GUENSTER; OTTEN, 2004; CREMERS; NAIR, 2005).

Neste estudo, os fatores de controle do relacionamento entre o excesso de retorno de mercado da ação e a qualidade da governança são os seguintes:

- Beta – *risco sistemático*. Os betas são resultantes da regressão linear simples do retorno mensal do título “i” sobre o retorno mensal do índice de mercado, representado pelo Ibovespa. No seu cálculo foram utilizadas informações de sessenta meses anteriores.
- Índice valor patrimonial da ação/preço (logvpap) – *índice book-to-market*. Logaritmo natural do índice valor patrimonial por ação/preço, que resulta da divisão entre o patrimônio líquido por ação, informados no último balanço, e o seu preço.
- Valor de mercado (logvm) – *tamanho da firma*, representado pelo valor de mercado das ações, que foi obtido mediante a multiplicação do preço de fechamento da ação no ano “t” pela quantidade de ações da companhia em circulação.
- Liquidez em bolsa (liqbol) – *volume relativo de negociações com a ação*.
- Dividendos (divyld) – *rendimento em dividendos*, que é o resultado da divisão entre o dividendo pago por ação no ano anterior e o preço da ação no final do exercício social.

Finalmente, quando a performance é representada por variáveis contábeis, incluem-se, geralmente, como fatores de controle: *tamanho da firma*, medido pelo seu valor de mercado; *índice valor patrimonial/valor de mercado da ação (book-to-market)*; e *setor industrial*, representado por uma variável dicotômica indicativa do ramo de atividade (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; CORE; GUAY; RUSTICUS, 2006; ERTUGRUL; HEGDE, 2005).

Nesta pesquisa, empregaram-se as seguintes variáveis de controle do relacionamento entre desempenho contábil e qualidade da governança:

- Valor de mercado (logvm) – *tamanho da firma*.
- Índice valor patrimonial da ação/preço (logvpap) – *índice book-to-market*.

5.5 Modelo empírico da pesquisa

Apoiando-se na teoria da agência e nas pesquisas conduzidas nesse enfoque, discutidas nos capítulos precedentes, selecionaram-se as dimensões “composição do Conselho de Administração”, “estrutura de propriedade e controle”, “modalidades de incentivos aos administradores”, “proteção dos acionistas minoritários” e “transparência das informações publicadas” para representar a qualidade da governança das empresas brasileiras.

A partir das proposições dessa teoria, apresentadas no capítulo anterior, escolheram-se as variáveis representativas da eficiência de cada uma dessas cinco dimensões consideradas. Obtiveram-se, assim, os indicadores de eficiência na redução dos problemas de agência, que compuseram o índice de governança. No quadro 1 apresentam-se as definições desses indicadores. O sinal representa a direção do efeito de cada um deles sobre a variável “qualidade da governança”.

Para validar esse índice, propôs-se confrontá-lo com a performance financeira, representada pelas variáveis “Q de Tobin” e “taxa de retorno ajustada ao risco”. Isso porque um maior nível de governança corporativa deve, efetivamente, motivar a confiança dos atores financeiros. Ou seja, a boa governança suscita uma maior confiança de que os recursos aplicados na empresa proporcionarão um retorno justo.

	INDICADOR	DEFINIÇÃO	S
CONSELHO	INDEP	Porcentagem de administradores independentes no Conselho de Administração.	+
	SEPAR	Variável dicotômica assumindo o valor (1) quando as funções de CEO e presidente do conselho são exercidas por pessoas diferentes; e (0) em caso contrário.	+
	TAM_CA	Número total de membros do Conselho de Administração.	-
PROPRIEDADE	AC1_TOT	Porcentagem do capital total mantida pelo maior acionista.	+
	AC_S2a5_TOT	Porcentagem do capital total mantida pelos maiores acionistas, do segundo ao quinto.	+
	AC_INST_TOT	Porcentagem do capital total mantida por investidores institucionais (instituições em geral, incluindo bancos e seguradoras).	+
	[CAPVOT_CAPTOT]	Diferença entre a porcentagem do capital votante mantida pelo maior acionista e a porcentagem do capital total que a ele pertence.	-
REMUNERAÇÃO	VAR_REM	Variação do valor da remuneração anual total paga a todos os administradores.	+
	REM_TOTAL	Valor absoluto da remuneração total paga aos administradores, incluindo o valor da participação deles nos lucros.	+
	PART_LUCRO	Variável dicotômica, assumindo o valor (1) quando a companhia mantém um programa de participação dos administradores nos lucros da companhia; e (0) em caso contrário.	+
	PLANO_OPÇÕES	Variável dicotômica, assumindo o valor (1) quando a companhia possui um plano de incentivos para administradores na forma de opções de compra de ações; e (0) em caso contrário.	+
TRANSPARÊNCIA	TRANSP1	Suavização dos lucros operacionais publicados mediante a alteração de componentes contábeis. Relação entre o desvio padrão do lucro depois do imposto de renda e o desvio padrão do fluxo de caixa das operações.	+
	TRANSP2	Suavização e correlação entre a variação em itens contábeis (<i>accounting accruals</i>) e a variação nos fluxos de caixa operacionais.	+
	TRANSP3	A magnitude dos componentes contábeis (<i>accruals</i>). <i>Proxy</i> para a extensão pela qual os <i>insiders</i> podem exercer sua liberdade na publicação dos lucros.	-
	TRANSP4	Resíduo quadrado da regressão do retorno de mercado das ações sobre a receita operacional líquida.	-
PROTEÇÃO DOS MINORITÁRIOS	ADR	Variável dicotômica, assumindo o valor (1) quando a companhia mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3 em uma bolsa norte-americana; e (0) em caso contrário.	+
	DIR_VOTO	Variável dicotômica, assumindo o valor (1) quando o estatuto da companhia concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de voto, seja pleno ou restrito a matérias especiais; e (0) em caso contrário.	+
	DIR_ELEG_CA	Variável dicotômica, assumindo o valor (1) quando o estatuto da companhia concede a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger um ou mais membros dos órgãos de administração, sem a necessidade de atender às condições de quórum mínimo e de lista tríplice elaborada pelo controlador; e (0) em caso contrário.	+
	PRC	Variável dicotômica, assumindo o valor (1) quando as ações preferenciais têm prioridade no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia; e (0) em caso contrário.	+

Quadro 1 – Indicadores de controle dos problemas de agência utilizados no cálculo do índice de governança corporativa

Fonte: elaborado pela autora

Na figura 6, sintetizam-se as inter-relações envolvendo os indicadores das cinco dimensões de governança selecionados a partir das proposições da teoria agência, os quais foram agregados para compor o índice de governança, validado, em seguida, mediante a confrontação com a performance financeira das empresas.

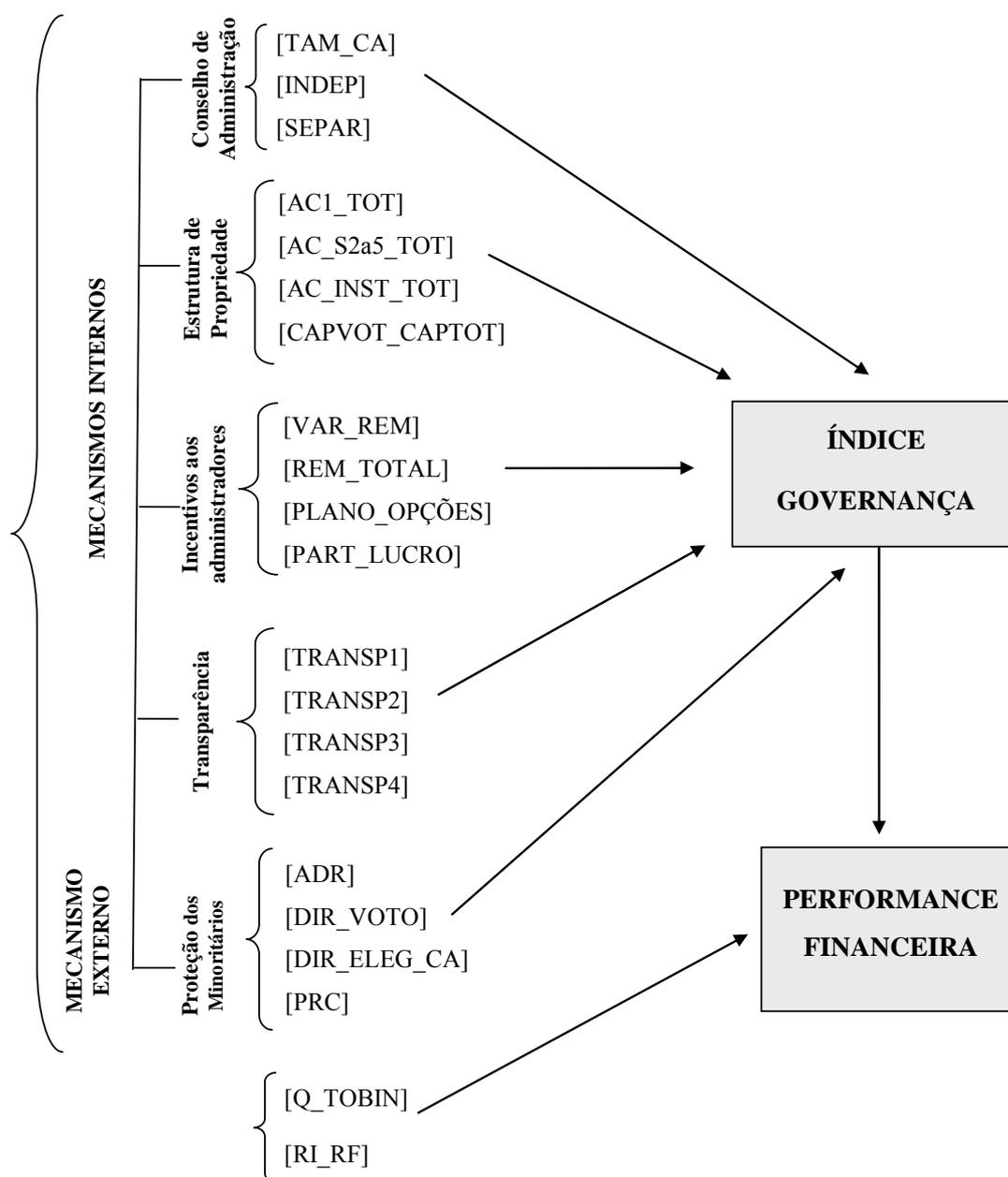


Figura 6 – Modelo empírico da pesquisa

Fonte: Elaborado pela autora

5.6 Método de análise dos dados

Nesta seção, apresentam-se os métodos utilizados para construir o índice de qualidade da governança corporativa e para examinar tanto os inter-relacionamentos entre os mecanismos de controle dos problemas de agência considerados nesta pesquisa quanto a associação entre o indicador de governança e a performance financeira das empresas.

Inicialmente, efetuaram-se análises isoladas de cada um dos grupos de indicadores que compuseram as dimensões da governança, que são: Conselho de Administração, estrutura de propriedade, incentivos aos administradores (a remuneração), proteção dos investidores minoritários e transparência das informações publicadas. Foram examinados, outrossim, os seus possíveis inter-relacionamentos. Para isso, valeu-se de estatísticas descritivas, de testes estatísticos de comparação de médias¹³ – teste “t” e análise de variância – e, também, da análise de regressão de dados em painel. A intenção foi, essencialmente, descrever o comportamento desses indicadores ao longo do tempo, relacioná-los com outras características peculiares das empresas e, quando possível, encontrar os seus determinantes.

Após a análise dos indicadores de governança tomados isoladamente ou em suas combinações mais evidentes, obteve-se o índice de qualidade da governança mediante a análise de componentes principais. Esse índice foi, em seguida, validado por meio da confrontação com indicadores que traduzem a confiança do mercado em relação à empresa: liquidez em bolsa, cotação das ações; valor de mercado; índice *book-to-market*; e performance financeira das empresas, representada pelas variáveis “Q de Tobin” e “taxa de retorno ajustada ao risco”. Para isso, valeram-se da análise de variância e do método de regressão de dados em painel.

¹³ Para que os testes de comparação de médias sejam confiáveis, deve-se observar a hipótese de variâncias homogêneas entre os grupos. Nos casos de violação dessa hipótese, é possível realizar o teste “t” e a “análise de variância” supondo a desigualdade das variâncias. Para a análise de variância, o *software* SPSS® oferece as opções Tamhane, Dunnett T3, Games-Howell e Dunnett C. Outra possibilidade seria realizar um teste não-paramétrico. Neste estudo, em todos os casos em que houve a violação da hipótese de variâncias homogêneas, empregou-se o teste paramétrico Tamhane e efetuaram-se, também, testes não-paramétricos. Sendo os resultados dos testes não-paramétricos melhores ou equivalentes aos dos paramétricos, optou-se, de modo geral, pela apresentação dos paramétricos, visto que eles permitem as comparações múltiplas entre os grupos.

5.6.1 Método de construção do índice de governança

Nesta pesquisa, considerou-se um número elevado de indicadores representativos dos mecanismos de governança, os quais são correlacionados entre si. Dessa forma, valeu-se de técnicas estatísticas para reduzir o número de dimensões e, conseqüentemente, produzir um índice composto que representasse todos os indicadores de qualidade da governança.

Para construir esse indicador, empregaram-se dois métodos alternativos, de modo a verificar se eles produziam resultados semelhantes. O primeiro método consiste em efetuar uma análise de componentes principais de todos os indicadores representativos das cinco dimensões da governança consideradas nesta pesquisa, obter todos componentes principais e calcular uma média ponderada deles, sendo as suas variâncias (autovalores) os pesos. O segundo método consiste em calcular uma média aritmética simples de todos os indicadores de governança padronizados. Essa segunda alternativa serviu, unicamente, para realizar um teste da robustez dos resultados encontrados, sendo o índice de governança proposto neste trabalho obtido mediante o primeiro método.

5.6.1.1 Índice de qualidade da governança (IQG)

Este índice foi obtido por meio da metodologia proposta inicialmente por Nagar e Basu (2002). Consiste em uma média ponderada de todos os componentes principais obtidos na análise de componentes principais, sendo os pesos representados pelas variâncias proporcionais de cada um deles. Esse tipo de análise permite a construção de variáveis sintéticas, que não existem isoladamente, sendo representadas por combinações lineares de outras variáveis.

A análise de componentes principais é uma técnica de agrupamento, cuja idéia básica consiste em determinar combinações lineares ortogonais de um conjunto de indicadores observados, de modo que elas reproduzam a variância original o mais próximo possível (KRISHNAKUMAR; NAGAR, 2008). Este método transforma a matriz de dados X, com N observações de K indicadores, em um novo conjunto de K variáveis (PC) ortogonais, de modo que a primeira delas tenha a máxima variância possível.

Segundo Krishnakumar e Nagar (2008), o primeiro componente principal e a média ponderada de todos os componentes gerados na análise, com ponderações dadas por seus respectivos autovalores, são os dois índices agregados mais frequentemente empregados quando se lança mão dessa técnica estatística.

Neste trabalho, decidiu-se pela adoção dessa segunda alternativa, que constitui a metodologia proposta por Nagar e Basu (2002), para não perder informações e, principalmente, porque o primeiro componente principal explica apenas uma pequena parte da variância total. Dessa forma, o conjunto de indicadores de uma governança de qualidade foi substituído por um número igual de componentes principais (PC), de modo que a variância total dos indicadores fosse representada por esses componentes.

O procedimento para se obter os componentes principais consiste em um problema de maximização, em que a variância de cada série é examinada e, então, são selecionados os maiores pesos para as séries que mais variam, fazendo com que influenciem mais a soma ponderada. Assim sendo, o primeiro componente principal abrange a maior proporção de variância no grupo de indicadores; o segundo componente principal compreende a segunda maior proporção de variância explicada; e os demais componentes principais refletem, sucessivamente, proporções de variância cada vez menores.

O primeiro passo¹⁴ para se obter os componentes consiste em padronizar as variáveis, a fim de que elas sejam aditivas e que os pesos não sejam influenciados por suas unidades de medida. A padronização implica, para cada série, subtrair sua média e dividir o resultado pelo seu desvio-padrão. Dessa forma, evita-se que as ponderações sejam feitas com base na diferença de unidade de medida, ao invés de basear-se na variabilidade dos dados. Além disso, todos os indicadores de governança foram estabelecidos no sentido positivo. Isto é, quanto maiores os seus valores, maior a eficiência na redução dos problemas de agência. Dada a matriz X das N observações dos K indicadores,

$$X = \begin{bmatrix} X_{11} & \cdots & X_{K1} \\ \vdots & \vdots & \vdots \\ X_{N1} & \cdots & X_{KN} \end{bmatrix},$$

¹⁴ Os passos para a formação dos componentes principais e do índice gerado a partir deles foram descritos com base na metodologia apresentada por Basu (2002, 2003, 2008).

cada uma das variáveis que a compõem é, então, transformada da seguinte maneira:

$$X_K = \frac{X_K - \bar{X}_K}{\sigma_{X_K}} \quad K = 1, 2, \dots, N \quad [24]$$

Em que: \bar{X} é a média aritmética da série; e σ_{X_K} é o desvio padrão da série.

O segundo passo consiste em obter a matriz de correlação das variáveis e em resolver a seguinte equação determinística para λ :

$$|R - \lambda I| = 0 \quad [25]$$

Em que: R é a matriz de correlação das variáveis padronizadas, sendo de ordem K x K.

O resultado dessa equação é um polinômio de ordem K, e as suas raízes são os K autovalores ($\lambda_j, j = 1, 2, \dots, k$) da matriz de correlação R.

O terceiro passo consiste em encontrar os autovetores (α) correspondentes a cada λ , mediante a resolução da equação matricial $(R - \lambda I)\alpha = 0$, sujeita à condição $\alpha' \alpha = 1$. Os vetores característicos são obtidos, sendo representados por:

$$\alpha_1 = \begin{pmatrix} \alpha_{11} \\ \vdots \\ \alpha_{1k} \end{pmatrix}, \dots, \alpha_k = \begin{pmatrix} \alpha_{k1} \\ \vdots \\ \alpha_{kk} \end{pmatrix}$$

No último passo, obtêm-se os componentes principais PC, tal que:

$$\begin{cases} PC_1 = \alpha_{11}X_1 + \alpha_{12}X_2 + \dots + \alpha_{1K}X_K \\ PC_2 = \alpha_{21}X_1 + \alpha_{22}X_2 + \dots + \alpha_{2K}X_K \\ PC_3 = \alpha_{31}X_1 + \alpha_{32}X_2 + \dots + \alpha_{3K}X_K \\ \vdots \\ PC_K = \alpha_{k1}X_1 + \alpha_{k2}X_2 + \dots + \alpha_{kK}X_K \end{cases}$$

Uma vez obtidos os componentes principais, procedeu-se ao cálculo do índice de qualidade da governança (IQG), isto é, da média ponderada dos K componentes principais, em que os pesos são os autovalores da matriz de correlação R. Assim,

$$\bullet \quad IQG = \left[\frac{(\lambda_1 PC_1 + \lambda_2 PC_2 + \dots + \lambda_k PC_k)}{(\lambda_1 + \lambda_2 + \dots + \lambda_k)} \right] \quad [26]$$

$$\lambda_j = \text{var}_j$$

$$\text{pesos} = \frac{\lambda_j}{\sum_{j=1}^k \lambda_j}$$

Em seguida, efetuou-se a padronização desse indicador em uma escala de 0 a 1, sendo os menores valores indicativos de uma governança de baixa qualidade, e vice-versa. Esse reescalonamento foi efetuado mediante a seguinte equação:

$$\bullet \quad IQG_{-PAD} = \left[\frac{IQG_i - \min(IQG)}{\max(IQG) - \min(IQG)} \right] \quad [27]$$

Para encontrar a importância relativa de cada um dos indicadores que compuseram o índice de governança, foi necessária a substituição dos componentes principais (PC_1, PC_2, \dots, PC_K) da equação [26] pela combinação linear que representam. O conseqüente remanejamento dos termos dessa equação permitiu determinar os pesos dos indicadores. Assim, tem-se:

$$IQG = \left[\frac{\lambda_1 PC_1 + \dots + \lambda_K PC_K}{\lambda_1 + \dots + \lambda_K} \right]$$

$$IQG = [\lambda_1(\alpha_{11}X_1 + \dots + \alpha_{1K}X_K) + \dots + \lambda_k(\alpha_{k1}X_1 + \dots + \alpha_{kK}X_K)] * \frac{1}{\sum_{j=1}^k \lambda_j}$$

$$IQG = \left\{ \lambda_1 \left[\alpha_{11} \left(\frac{X_1 - \bar{X}_1}{\sigma_1} \right) + \dots + \alpha_{1K} \left(\frac{X_K - \bar{X}_K}{\sigma_K} \right) \right] + \dots + \lambda_K \left[\alpha_{K1} \left(\frac{X_1 - \bar{X}_1}{\sigma_1} \right) + \dots + \alpha_{KK} \left(\frac{X_K - \bar{X}_K}{\sigma_K} \right) \right] \right\} * \frac{1}{\sum_{j=1}^k \lambda_j}$$

$$IQG = \left\{ \underbrace{\left[-\bar{X}_1 \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\sigma_1} \right) - \dots - \bar{X}_K \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\sigma_K} \right) \right]}_{\gamma} * \frac{1}{\sum_{j=1}^k \lambda_j} + \bar{X}_1 \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\sigma_1} \right) + \dots + \bar{X}_K \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\sigma_K} \right) * \frac{1}{\sum_{j=1}^k \lambda_j} \right\}$$

$$IQG = \gamma + \underbrace{\left[\frac{1}{\sigma_1} \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{11} + \dots + \lambda_K \alpha_{K1}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_K} \right) \right]}_{\text{PESO } X_1} X_1 + \dots + \underbrace{\left[\frac{1}{\sigma_K} \left(\frac{\lambda_1 \alpha_{1K} + \dots + \lambda_K \alpha_{KK}}{\lambda_1 + \dots + \lambda_K} \right) \right]}_{\text{PESO } X_K} X_K$$

Não se podem interpretar esses pesos como se fossem coeficientes de efeitos parciais semelhantes aos de uma análise de regressão, visto que nesse caso a variável dependente não é observada. Eles refletem tão-somente a ordem de importância das variáveis na composição

do índice. Isto é, os pesos fornecem a contribuição, a parcela, de cada indicador no valor total do índice composto.

Os pesos dos indicadores foram, então, padronizados por meio do método expresso pela equação [27], assumindo, por consequência, valores no intervalo de 0 a 1. Em seguida, calculou-se o valor relativo de cada peso de maneira que a soma dos pesos resultantes fosse igual a 1. Dessa forma, foi possível determinar a contribuição das cinco dimensões de governança no índice IQG.

5.6.1.2 Índice de qualidade da governança igualmente ponderado (IIP_GOV)

Para testar a robustez dos relacionamentos estimados, obteve-se, também, um indicador alternativo, que consistiu em uma média simples das variáveis de governança. Assim, o índice igualmente ponderado de governança foi calculado pela média aritmética simples de todos os indicadores de controle dos problemas de agência padronizados. O procedimento para obtê-lo contemplou os seguintes passos:

- 1°. Os indicadores foram estabelecidos no sentido positivo, de maneira que quanto maiores os valores das variáveis, melhor a qualidade da governança;
- 2°. Os indicadores foram padronizados pelo método:

$$X_k \text{ _ } pad = \frac{X_k - \bar{X}_k}{\sigma_{X_k}} \quad k = 1, 2, \dots, N \quad [28]$$

- 3°. O índice foi calculado da seguinte forma:

$$\bullet \quad IIP_GOV = \frac{X_1 + X_2 + \dots + X_k}{k} \quad [29]$$

- 4°. O índice foi reescalado no intervalo 0 e 1, de modo que baixos valores são indicativos de uma baixa qualidade da governança e vice-versa. Tem-se, assim:

$$\bullet \quad IIP_GOV_PAD = \left[\frac{IIP_GOV_i - \min(IIP_GOV)}{\max(IIP_GOV) - \min(IIP_GOV)} \right] \quad [30]$$

5.6.2 Modelo de regressão de dados em painel

Em termos gerais, os modelos de dados em painel¹⁵ são aqueles em que ocorre a combinação de observações de unidades *cross-section* em mais de um período, sendo, por conseguinte, representados por uma estrutura de dupla dimensão como:

$$y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^k x_{kit} \beta_{kit} + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, 3, \dots, N, \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad [31]$$

Em que: N é o número de unidades *cross-section* – indivíduos, firmas etc.; e T é o número de períodos.

No entanto, um modelo como o expresso pela equação [31] não pode ser estimado, uma vez que contém “K x N x T” coeficientes de regressão e o número de observações é somente N x T, se o painel for balanceado. Uma forma de resolver esse problema seria simplesmente ignorar a estrutura de painel dos dados e estimar o modelo por mínimos quadrados ordinários – (OLS) *pooled*. Não obstante, na maioria dos casos, esse estimador não fornece estimativas consistentes e eficientes, uma vez que ignora a possível heterogeneidade entre as unidades do painel; ou seja, não considera as especificidades individuais e temporais.

O modelo [31] pode ser reescrito de maneira a separar o efeito individual das unidades *cross-section* da seguinte forma:

$$y_{it} = x_{it} \beta_k + z_i \alpha + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, 3, \dots, N, \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad [32]$$

Nesse modelo, x_{it} não contém o termo constante e a heterogeneidade característica das unidades *cross-section* são capturadas por z_i , que contém o termo de intercepto e, possivelmente, outros fatores específicos das unidades *cross-section*. Quando z_i contém apenas o termo intercepto, as estimativas obtidas por mínimos quadrados ordinários *pooled* são eficientes e consistentes. No entanto, se houver heterogeneidade entre as unidades *cross-section* (fatores específicos), sua desconsideração conduz à má-especificação do modelo (BAUM, 2006).

¹⁵ A apresentação da técnica de análise de dados em painel descrita nesta seção foi baseada, principalmente, nos textos de Baum (2006), Wooldridge (2002, 2006), Sevestre (2002) e Johnston e DiNardo (1997).

A econometria de dados em painel define alguns estimadores que permitem modelar a heterogeneidade dos dados. Dentre esses os mais utilizados são o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios, cada um com suas restrições particulares.

5.6.2.1 O modelo de efeitos fixos

No modelo de efeitos fixos, supõe-se que a influência das variáveis explicativas observadas (x_{it}) sobre a variável dependente (y_{it}) é idêntica para todas as unidades *cross-section*. Admite-se, não obstante, que cada unidade *cross-section* tenha o seu próprio intercepto, o qual pode ser decomposto em:

$$\beta_{0it} = \beta_0 + a_i + d_t$$

Assim, o modelo de efeitos fixos pode ser expresso pela seguinte equação:

$$y_{it} = \beta_0 + a_i + d_t + \sum_{k=1}^k x_{kit} \beta_k + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, 3, \dots, N, \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad [33]$$

Nessa estrutura, as especificidades individuais e temporais não-observáveis são capturadas mediante a introdução dos efeitos específicos aos indivíduos (a_i), supostos constantes ao longo do tempo, e dos efeitos dos períodos (d_t), que são comuns a todos os indivíduos.

O modelo de efeitos fixos admite, ainda, que os efeitos específicos sejam correlacionados com as variáveis explicativas, mas não o sejam com o termo de erro (ε_{it}). Supõe-se, assim, que o erro seja independente e identicamente distribuído, com média zero, variância constante e que as variáveis explicativas sejam estritamente exógenas, isto é:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0; E(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js}) = 0, \forall j \neq i, \forall (t, s); E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{it}') = \sigma^2; E(\varepsilon_{it} / x_i) = 0; E(\varepsilon_{it} / a_i) = 0; E(a_i / x_i) \neq 0.$$

5.6.2.2 O modelo de efeitos aleatórios

Quando a heterogeneidade não-observada das unidades *cross-section* pode ser considerada estritamente independente em relação às variáveis explicativas, o estimador que é eficiente e consistente é o modelo de efeitos aleatórios. Em geral, esse tipo de modelo pode ser descrito da seguinte maneira:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^k x_{kit} \beta_k + \eta_{it}, \quad i=1,2,3,\dots,N, \quad t=1,2,3,\dots,T \quad [34]$$

$$\eta_{it} = u_i + v_t + \varepsilon_{it}$$

Assim, o termo de erro é composto de três partes: uma perturbação idiossincrática (ε_{it}), um efeito específico individual (u_i) e um efeito temporal (v_t). Supõe-se que os efeitos específicos individuais e temporais sejam aleatórios, de média zero e de variâncias constantes (σ_u^2 e σ_v^2), não-autocorrelacionados, independentes entre eles e em relação ao termo de perturbação idiossincrática. Dessa forma, tem-se:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0; E(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js}) = 0, \forall j \neq i, \forall (t, s); E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{it}') = \sigma^2; E(\varepsilon_{it} / x_i) = 0; E(u_i / x_i) = 0; E(\varepsilon_{it}, u_i) = 0$$

5.6.2.3 Teste de Hausman

Em termos práticos, é necessário escolher entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios. Tendo em vista que a consideração-chave na escolha entre esses dois modelos é o fato de os efeitos individuais serem ou não correlacionados com as variáveis explicativas do modelo, deve-se valer de um método capaz de testar essa suposição (WOOLDRIDGE, 2002). O teste de especificação de Hausman (Wu-Hausman) permite avaliar a suposição de ortogonalidade dos efeitos aleatórios. Isto é, este teste avalia a correlação entre x_{it} e os efeitos individuais (u_i), sob a hipótese nula de $corr(u_i, x_{it}) = 0$. Hausman (1978) sugeriu o seguinte teste:

$$H = [\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}]' V^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) [\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}] \sim \chi^2(k) \quad [35]$$

Em que: $\hat{\beta}_{FE}$ é o estimador consistente sob ambas as hipóteses nula e alternativa; $\hat{\beta}_{RE}$ é o estimador eficiente sob a hipótese nula, mas inconsistente se a hipótese nula é rejeitada; e V é a variância dos coeficientes de inclinação estimados.

De um lado, se as variáveis explicativas são correlacionadas com os efeitos específicos, as estimativas de efeitos fixos são consistentes e as de efeitos aleatórios não são; de outro, se não existir correlação entre as variáveis explicativas e os efeitos específicos as estimativas obtidas pelo modelo de efeitos fixos serão, ainda, consistentes, porém ineficientes, e as do modelo de efeitos aleatórios serão consistentes e eficientes. Assim, o teste de Hausman compara os coeficientes de inclinação estimados por esses dois modelos. Quando ambos geram estimativas consistentes, não há diferenças significativas entre eles (BAUM, 2006).

5.6.2.4 Testes de heteroscedasticidade e autocorrelação

Conforme discutido nas seções precedentes, tanto o modelo de efeitos fixos quanto o de efeitos aleatórios supõem que os erros idiossincráticos sejam independentes e identicamente distribuídos (ε i.i.d.). Não obstante, em uma estrutura de dados em painel observa-se, freqüentemente, a violação dessa hipótese. De um lado, a heteroscedasticidade é comum em dados *cross-section*; de outro, a autocorrelação é freqüente em séries temporais. Como dados em painel contêm ambas as dimensões *cross-section* e temporal, os problemas de heteroscedasticidade e autocorrelação podem coexistir.

Nessas circunstâncias, a matriz de variância (covariância) dos coeficientes estimados (e, em consequência, os seus erros-padrão) pode ser obtida com o estimador Newey-West (HAC *robust*), que corrige ambos os problemas (BAUM, 2006). Outro estimador da variância dos coeficientes em presença de erros correlacionados é o cluster (*cluster robust estimator*) que considera a correlação intracusters (unidades *cross-section* do painel).

Segundo Baum, Schaffer e Stillman (2003), em se tratando de dados em painel, é possível que as observações para uma mesma unidade *cross-section* (cluster) sejam correlacionadas entre os diferentes períodos, não havendo, entretanto, correlação entre os clusters. Isto é, as observações de indivíduos distintos são independentes.

Stock e Watson (2006) mostraram que as estimativas do modelo de efeitos fixos robustas à heteroscedasticidade apenas e a ambas heteroscedasticidade e autocorrelação, por meio do estimador Newey-West, são inconsistentes quando a dimensão temporal é superior a três períodos e há autocorrelação. Ao contrário, as simulações por eles realizadas indicaram que as estimativas obtidas por meio da correção cluster (*cluster robust estimators*) são consistentes, devendo, por conseguinte, ser empregadas quando os erros são serialmente correlacionados.

Wooldridge (2002) desenvolveu um teste para checar a existência de correlação serial de primeira ordem dos erros idiossincráticos, sob a hipótese nula de ausência de autocorrelação. Esse autor sugeriu o seguinte teste:

$$\hat{\varepsilon}_{it} = \hat{\rho}_1 \hat{\varepsilon}_{i,t-1} + error_{it} \quad t = 3, 4, \dots, T; i = 1, 2, \dots, N \quad [36]$$

Assim, mediante a regressão de $\hat{\varepsilon}_{it}$ sobre $\hat{\varepsilon}_{i,t-1}$, testa-se a correlação de primeira ordem dos resíduos do modelo em primeira diferença. Se a correlação serial for significativa, é necessário calcular a matriz de covariância dos coeficientes com correção, ou seja, robusta ao problema da autocorrelação.

A fim de testar a heteroscedasticidade entre as unidades *cross-section* do painel, Baum (2001) desenvolveu um teste de Wald modificado, que é efetuado pela rotina *xttest3* do *software* Stata. Esse tipo de heteroscedasticidade dos erros consiste na forma mais freqüente em dados em painel, pois é mais provável que as variâncias sejam específicas aos indivíduos. Assim, esse teste avalia a hipótese nula de homoscedasticidade dos erros – isto é, de que a variância é constante para todas as unidades *cross-section*. Tem-se, então:

$$\sigma^2(i) = \sigma \quad i = 1, \dots, N_g \quad [37]$$

Em que: σ é a variância; e N_g é o número de unidades *cross-section*.

Dado o estimador da variância do erro de cada unidade *cross-section* $\hat{\sigma}_i^2 = T_i^{-1} \sum_{t=1}^{T_i} e_{it}^2$, baseado sobre os T_i resíduos e_{it} de cada unidade *cross-section*, e definindo a variância

estimada de $\hat{\sigma}_i^2$ como $V_i = T_i^{-1} (T_i - 1)^{-1} \sum_{t=1}^{T_i} (e_{it}^2 - \hat{\sigma}_i^2)^2$, Baum (2001) desenvolveu o teste

modificado de Wald apresentado a seguir, o qual foi baseado no teste de Greene (2000, p. 598). Tem-se, assim:

$$W = \sum_{i=1}^{N_g} \frac{\hat{\sigma}_i^2 - \hat{\sigma}^2}{V_i} \quad [38]$$

Se o teste for significativo, há heteroscedasticidade entre as unidades *cross-section*.

As correções de heteroscedasticidade e autocorrelação mediante *cluster-robust* (intracluster) e a Newey West (HAC) não permitem corrigir certos tipos de violações da hipótese de erros independentes e identicamente distribuídos. Essas técnicas de estimar a matriz de covariância do coeficiente (erros-padrão) não consideram a correlação *cross-section*; ou seja, pressupõem que as unidades *cross-section* sejam independentes entre si. Em muitos casos, no entanto, é mais provável que sejam observados ambos os tipos de violação, isto é, intracluster e entre os clusters (HOECHLE, 2007).

Uma possível solução para o problema da correlação espacial consiste na introdução de variáveis binárias temporais. Segundo Roodman (2006), a inclusão dessas variáveis reduz a possibilidade de haver correlação contemporânea, que é o tipo mais comum de correlação entre as unidades *cross-section*.

Há, também, enfoques não-paramétricos para corrigir esse tipo de dependência, entre os quais o estimador de Driscoll e Kraay (1998), que permite obter a matriz de covariância do coeficiente robusta não apenas à dependência *cross-section* e temporal, mas também à heteroscedasticidade. Esse estimador apresenta melhor performance à medida que cresce a unidade temporal (T). No entanto, nas simulações de Hoechle (2007) esse estimador mostrou-se robusto quando foram consideradas dimensões temporais menores.

5.6.2.5 Modelo de variáveis instrumentais e momentos generalizados (GMM): estimadores em presença de endogeneidade

Como todo modelo de regressão linear, os estimadores de efeitos fixos e aleatórios admitem como hipótese subjacente a ausência de correlação entre as variáveis independentes e o termo de erro – $corr(x_j, \varepsilon) = 0 \quad j = 1, \dots, k$. Ou seja, requer-se que essas variáveis sejam exógenas. Quando essa hipótese é violada – isto é, nas circunstâncias em que uma ou algumas das variáveis explicativas são correlacionadas com o erro (endógenas, pois

$corr(x_j, \varepsilon) \neq 0 \quad j=1, \dots, k$) –, os estimadores de mínimos quadrados ordinários produzem estimativas viesadas e inconsistentes (JOHNSTON; DINARDO, 1997). Como consequência, deve-se lançar mão de um outro método para obter estimativas consistentes.

A existência de fatores inobserváveis (latentes) que influenciam tanto a variável dependente (y_{it}) quanto as independentes (x_{it}) é uma das possíveis causas geradoras da correlação entre as variáveis explicativas e o erro idiossincrático, visto que ele englobaria todos esses fatores. Nesse caso, o método de dados em painel pode oferecer uma solução para o problema, haja vista a consideração da heterogeneidade não-observada individual e/ou temporal.

Outras fontes de endogeneidade são: erros de medida nas variáveis explicativas; causalidade inversa, quando a variável explicativa influencia a dependente, e vice-versa ($x_j \Leftrightarrow y$); e inclusão da variável dependente defasada na especificação a ser estimada.

O método de variáveis instrumentais representa, também, uma alternativa para lidar com o problema de variáveis endógenas. Nesse caso, é necessário encontrar instrumentos (Z) que sejam correlacionados com as variáveis explicativas endógenas e que não o sejam com o termo de erro – ou seja, $corr(Z_j, \varepsilon) = 0 \quad j=1, \dots, k$. Esses instrumentos exógenos Z servirão, assim, como representantes das variáveis explicativas endógenas no modelo estimado.

Segundo Johnston e DiNardo (1997), o estimador de variáveis instrumentais pode ser visto como o resultado da dupla aplicação de mínimos quadrados: a) no primeiro estágio, efetua-se a regressão de cada variável endógena sobre os instrumentos e demais variáveis exógenas do modelo e obtém-se a matriz de valores estimados; e b) no segundo estágio, efetua-se a regressão da variável dependente sobre os valores estimados das variáveis explicativas produzidos no estágio anterior. Posto isso, o estimador de variáveis instrumentais pode ser obtido por meio do procedimento de mínimos quadrados de dois estágios (2SLS).

Deve-se ressaltar que o método de mínimos quadrados descrito acima somente é válido quando os erros são independentes e identicamente distribuídos (homoscedásticos). Na presença de heteroscedasticidade e/ou autocorrelação, o método de variáveis instrumentais produz estimativas consistentes, mas ineficientes. Nessas circunstâncias, é possível utilizar o método de momentos generalizados (GMM) para obter resultados consistentes e eficientes (BAUM, 2006).

Ademais, a qualidade das estimativas obtidas pelo método de variáveis instrumentais (2SLS), simples/padrão ou GMM, depende, evidentemente, da validade dos instrumentos utilizados. O teste de Sargan (1958), robusto apenas quando os erros são homoscedásticos, e o de Hansen (1982), robusto à heteroscedasticidade e/ou autocorrelação, permitem testar a ortogonalidade dos instrumentos em relação ao termo de erro, sob hipótese nula de que os instrumentos utilizados são válidos (ortogonais em relação ao erro). A estatística “J” (teste de Hansen) pode ser expressa da seguinte forma:

$$J(\hat{\beta}_{GMM}) = \hat{\varepsilon}Z'(Z'\hat{\Omega}Z)^{-1}Z\hat{\varepsilon}' \sim \chi^2_{p-(k+1)} \quad [39]$$

Em que: $\hat{\varepsilon}$ são os resíduos do modelo estimado; Z é a matriz de instrumentos; $(Z'\hat{\Omega}Z)$ é a variância do coeficiente estimado com correção de heteroscedasticidade e/ou autocorrelação (quando utilizada a correção cluster – *cluster robust estimator* –, esse teste será robusto à correlação intracluster); p é o número de variáveis instrumentais; e $K+1$ é o número de coeficientes estimados do modelo.

Cabe ressaltar que o teste de Sargan/Hansen é sensível à quantidade de instrumentos empregados, o que implica uma tendência a apresentar valores “ p ” iguais a 1 para a estatística de teste. Não há, no entanto, nenhuma fórmula para estabelecer o número adequado de instrumentos. Assim, quando eles são numerosos deve-se verificar a robustez do teste utilizando uma quantidade menor.

Enfim, para testar a endogeneidade de variáveis explicativas, pode-se empregar o teste de especificação de Hausman. A expressão para o teste é a seguinte:

$$H = [\hat{\beta}_{IV} - \hat{\beta}_{OLS}]' V^{-1} (\hat{\beta}_{IV} - \hat{\beta}_{OLS}) [\hat{\beta}_{IV} - \hat{\beta}_{OLS}] \sim \chi^2(k) \quad [40]$$

Em que: $\hat{\beta}_{IV}$ é o estimador consistente sob ambas as hipóteses nula e alternativa; e $\hat{\beta}_{OLS}$ é o estimador eficiente sob a hipótese nula, mas inconsistente se a hipótese nula é rejeitada.

Neste trabalho, empregou-se o teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007), implementado mediante comando *xtivreg2* do *software* Stata. Isso porque, diferentemente do teste de Hausman, essa estatística pode ser obtida após correção cluster da matriz de covariância dos coeficientes. Tendo em vista que Stock e Watson (2006) demonstraram que esse tipo de correção dos erros-padrão é mais adequado em presença de autocorrelação, valeu-

se do teste de Baum, Schaffer e Stillman (2007) para checar a ortogonalidade das variáveis de governança.

5.6.2.6 Modelo de momentos generalizados em painel dinâmico

Uma estrutura de painel dinâmico é aquela em que a variável dependente defasada é incluída no modelo a ser estimado como uma das variáveis independentes. Tem-se, assim:

$$y_{it} = \beta_0 + y_{i,t-1}\beta_1 + \sum_{k=2}^k x_{kit}\beta_k + (u_i + v_t + \varepsilon_{it}), \quad i = 1, 2, 3, \dots, N, \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad [41]$$

Em que: $y_{i,t-1}$ é a variável dependente defasada; u_i são os efeitos individuais; v_t são os efeitos temporais; e ε_{it} é o termo de perturbação.

Conforme mencionado, essa é uma das causas de endogeneidade das variáveis explicativas, uma vez que, por definição, a variável dependente defasada não é ortogonal ao termo de erro. Nessas condições, o método de mínimos quadrados não é apropriado, porque gera estimativas ineficientes.

O método de momentos generalizados (GMM) consiste em um arcabouço capaz de produzir estimadores eficientes e consistentes no contexto de painel dinâmico. E, ainda que não haja um interesse direto em analisar a variável dependente defasada, a utilização de uma estrutura dinâmica contribui para obtenção de estimativas mais eficientes para os outros parâmetros (BOND, 2002).

Entre os mais recentes e amplamente utilizados estimadores GMM em painel dinâmico estão: a) o estimador em primeira diferença de Arellano e Bond (1991); e b) o estimador em sistema de Blundell e Bond (1998). Conforme Roodman (2006), ambos são apropriados nas seguintes circunstâncias: a) processo dinâmico; b) efeitos individuais fixos presentes na estrutura dinâmica; c) variáveis endógenas; d) heteroscedasticidade e/ou autocorrelação intraclusters; e) erros não-correlacionados entre as unidades *cross-section*; f) painel com um número elevado de unidades *cross-section* (N) e com uma dimensão temporal reduzida (T); relacionamento linear; g) variáveis predeterminadas, ou seja, não-estritamente exógenas, uma vez que são correlacionadas com valores passados e, possivelmente, presentes do termo de

erro; e h) instrumentos disponíveis são internos, isto é, baseados em valores defasados das variáveis instrumentadas.

O estimador em primeira diferença de Arellano e Bond (1991) consiste, inicialmente, em especificar um sistema de equações em primeira diferença, uma por período, de modo a eliminar os efeitos fixos individuais. Em seguida, estima-se o modelo dinâmico, em que as variáveis endógenas e predeterminadas transformadas (em primeira diferença) são instrumentadas por seus próprios valores no nível, defasados de um ou mais períodos. Tem-se, então:

$$\Delta y_{it} = \beta_1 \Delta y_{i,t-1} + \sum_{k=2}^k \beta_k \Delta x_{kit} + \Delta v_t + \Delta \varepsilon_{it}, \quad i = 1, 2, 3, \dots, N, \quad t = 1, 2, 3, \dots, T \quad [42]$$

Os instrumentos para as variáveis em primeira diferença são formados da seguinte maneira:

$$\left\{ \begin{array}{l} y_{i1} \text{ serve como instrumento para } \Delta y_{i,2} = y_{i,2} - y_{i,1}; \\ y_{i1} \text{ e } y_{i,2} \text{ servem como instrumentos para } \Delta y_{i,3} = y_{i,3} - y_{i,2}; \\ y_{i1}, y_{i,2} \text{ e } y_{i,3} \text{ servem como instrumentos para } \Delta y_{i,4} = y_{i,4} - y_{i,3}; \\ \text{E, assim sucessivamente.} \end{array} \right.$$

Blundell e Bond (1998) mostraram que o estimador GMM em primeira diferença apresenta uma baixa performance quando as variáveis defasadas no nível são apenas fracamente correlacionadas com as variáveis em diferença – ou seja, quando há uma correlação fraca entre os instrumentos e as variáveis instrumentadas.

A fim de aumentar a eficiência do modelo dinâmico, esses autores desenvolveram o estimador GMM em sistema, que utiliza as variáveis defasadas no nível para instrumentar as variáveis em primeira diferença, e vice-versa. Além disso, ao invés de transformar os regressores para eliminar os efeitos fixos, o estimador de Blundell e Bond (1998) converte os instrumentos em primeira diferença, de modo que eles se tornem ortogonais em relação aos efeitos específicos das unidades *cross-section* (ROODMAN, 2006).

Dessa forma, o estimador de Blundell e Bond (1998) consiste, inicialmente, no empilhamento das equações em primeira diferença e das equações no nível e, posteriormente, na estimação do modelo GMM em sistema, ignorando a estrutura de sistema dos dados (SEVESTRE,

2002). O sistema pode ser representado da seguinte maneira:

$$\begin{pmatrix} \Delta y_{it} \\ y_{it} \end{pmatrix} = \alpha \begin{pmatrix} \Delta y_{i,t-1} \\ y_{i,t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \Delta X_{it} \\ X_{it} \end{pmatrix} \beta + \begin{pmatrix} \Delta v_t \\ v_t \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \Delta \varepsilon_{it} \\ \varepsilon_{it} + u_i \end{pmatrix} \quad [43]$$

E, então, o modelo é estimado por GMM, com

$$Z = \begin{pmatrix} Z_{AB} \\ \tilde{Z} \end{pmatrix}$$

Em que: (Z_{AB}) são os instrumentos definidos por Arellano de Bond (1991) para a equação em primeira diferença, isto é, as variáveis no nível defasadas; e (\tilde{Z}) são os instrumentos complementares em primeira diferença.

A qualidade das estimativas obtidas pelos estimadores GMM de Arellano e Bond (1991) e Blundell e Bond (1998) depende da validade dos instrumentos empregados, isto é, da sua ortogonalidade em relação à perturbação idiossincrática. Utiliza-se, então, o teste de Sargan/Hansen para testar a hipótese nula de que as variáveis defasadas são instrumentos válidos. Esse teste pode, ainda, ser utilizado para testar subgrupos de instrumentos, recebendo, nesse caso, a denominação *difference in Sargan test*.

Ademais, a violação da hipótese de ausência de correlação serial do termo de erro pode fazer com que as variáveis defasadas deixem de ser instrumentos válidos. O teste Arellano-Bond permite verificar a independência do termo de perturbação idiossincrática (ε_{it}) da equação em diferenças, sob a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem. Como Δv_{it} é matematicamente relacionado com $\Delta v_{i,t-1}$, uma vez que ambos contêm o termo $v_{i,t-1}$, é normal observar uma correlação serial de primeira ordem negativa (ROODMAN, 2006).

5.6.2.7 Modelos de variáveis dependentes qualitativas

Os modelos de dados em painel da maneira como foram descritos nas seções anteriores são apropriados para os casos de variáveis dependentes contínuas; isto é, para estimar especificações lineares. Eles são, no entanto, inadequados para estimar modelos em que a variável dependente é qualitativa, que é o caso, por exemplo, das variáveis dicotômicas.

Nesse caso, todas as observações da variável explicada assumem tão-somente os valores (0) ou (1) e podem ser vistas como a probabilidade *ex-post* de uma resposta positiva; isto é, de que a característica observada esteja presente. Caso essa variável seja estimada por meio do modelo de regressão linear, poderiam ser identificadas probabilidades negativas ou superiores à unidade (BAUM, 2006).

Assim, a inadequação do modelo linear conduz à modelagem não da variável y_{it} em si, mas da probabilidade de que essa variável assuma o valor “1” – $P(y_{it} = 1)$. Segundo Sevestre (2002), para modelar essa probabilidade, baseia-se na hipótese de que a resposta à pergunta que dará à variável dependente um entre dois valores possíveis é dada por uma variável latente y_{it}^* (não-observável), que segue o esquema:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Observa-se } y_{it} = 1 \text{ quando } y_{it}^* \geq 0; \\ \text{Observa-se } y_{it} = 0 \text{ quando } y_{it}^* < 0. \end{array} \right.$$

Para tornar, então, o modelo de regressão estimável, supõe-se que a variável latente y_{it}^* dependa linearmente de uma combinação de variáveis explicativas:

$$y_{it}^* = X_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad [44]$$

Então,

$$P(y_{it} = 1 / X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{iT})$$

$$P(y_{it} = 1) = P(y_{it}^* \geq 0 / X_{i1}, X_{i2}, \dots, X_{iT})$$

$$P(y_{it} = 1) = F(X_{it}\beta), \text{ em que } F \text{ é uma função de distribuição do erro } \varepsilon_{it}.$$

Nessa modelagem, a variável inobservável y_{it}^* pode ser interpretada como o benefício líquido do indivíduo “i” ao tomar um determinado curso de ação. Não é possível observar o benefício líquido, mas pode-se obter o resultado da decisão do indivíduo – isto é, se ele deu uma resposta positiva ($y = 1$) ou negativa ($y = 0$) à questão posta.

Os estimadores mais comuns desse tipo de modelo em que a variável dependente é qualitativa são os modelos *logit* e *probit*. A diferença entre eles reside no fato de que a função de distribuição de probabilidade $F(X_{it}\beta)$ do termo de erro adotada no modelo *probit* é a normal padrão, ao passo que no modelo *logit* utiliza-se a distribuição logística.

A função de distribuição do modelo *logit* é:

$$f(x) = \frac{\exp(x)}{1 + \exp(x)} \quad [45]$$

E a função de distribuição do modelo *probit* é:

$$\phi(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-x^2/2} \quad [46]$$

Não há um teste estatístico que permita escolher entre os modelos *logit* e *probit*, mas alguns autores, por exemplo, Johnston e Dinardo (1997), argumentam que na maioria das vezes esses dois modelos produzem estimativas semelhantes. Nesta pesquisa, valeu-se do modelo *logit* para estimar os modelos com variável dependente qualitativa.

Quando há efeitos específicos das unidades *cross-section* nas modelagens, estima-se o modelo de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios. Para o caso de efeitos fixos, tem-se:

$$y_{it}^* = X_{it}\beta + f_i + \varepsilon_{it} \quad [47]$$

$$P(y_{it} = 1 / X_{i1}, \dots, X_{iT}, f_i)$$

Em que f_i são os efeitos específicos das unidades *cross-section*.

Para o modelo de efeitos aleatórios, tem-se:

$$y_{it}^* = X_{it}\beta + \eta_{it}$$

$$\eta_{it} = u_i + \varepsilon_{it} \quad [48]$$

$$P(y_{it} = 1 / X_{i1}, \dots, X_{iT}, u_i)$$

Em que: u_i são os efeitos específicos das unidades *cross-section*; e ε_{it} é o termo de perturbação idiossincrática.

Assim como na análise de dados em painel com variável dependente contínua, o teste de Hausman (1978) pode ser empregado para escolher o modelo mais apropriado no caso de variável dependente qualitativa, isto é, efeitos fixos ou efeitos aleatórios.

5.6.3 Análise dos indicadores de governança e suas inter-relações

5.6.3.1 Análise das características dos Conselhos de Administração e dos determinantes da sua eficiência

A análise das características dos Conselhos de Administração e dos determinantes da sua eficiência consistiu, primeiramente, em traçar o perfil geral dos Conselhos brasileiros a partir da classificação de Dutra e Saito (2002), que representa uma adaptação da metodologia de Bhagat e Black (2002) ao contexto brasileiro. Em seguida, buscou-se identificar os determinantes de cada uma das variáveis indicativas da eficiência dos conselhos.

A cada ano, os conselheiros foram distribuídos nas classes “controlador”, “interno”, “afiliado” e “independente”. Com base nas informações acerca da experiência profissional dos conselheiros, eles foram distribuídos nessas categorias. Quando as informações não foram suficientes para enquadrar determinado membro do conselho em uma das categorias supracitadas, ele foi considerado representante do controlador.

Assim, com o objetivo de verificar se houve mudanças importantes nas variáveis de eficiência dos Conselhos ao longo do período estudado, apurou-se a evolução da média anual do

tamanho dos Conselhos e da sua composição, isto é, da porcentagem de administradores independentes que os integraram. Para o critério “separação das funções de CEO e de presidente do Conselho”, obtiveram-se os percentuais anuais de empresas em que essas funções são exercidas por pessoas distintas.

Com o intuito de identificar indícios de influência da estrutura de controle das companhias sobre as características dos Conselhos, apresentaram-se, também, o seu tamanho e a sua composição médios em função da identidade do acionista de controle. Finalmente, traçou-se um perfil das características dos Conselhos de Administração considerando os setores de atividade das empresas.

Após a análise univariada, estimaram-se modelos de regressão de dados em painel, de modo a identificar quais são os determinantes das variáveis de eficiência dos Conselhos. Ou seja, a intenção foi descobrir em que condições eles são mais eficientes. A literatura de finanças indica fatores ligados à estrutura de propriedade, à estrutura financeira e, também, a características específicas das empresas como variáveis que contribuem para explicar a eficiência desse mecanismo de governança. Estimaram-se, então, vários modelos alternativos em que as variáveis independentes foram sendo substituídas por outras, de modo a verificar a robustez dos relacionamentos observados. Assim, as diversas variáveis representativas da concentração de votos, da concentração de propriedade e da identidade do controlador foram sendo incluídas, alternativamente, nos modelos estimados.

5.6.3.1.1 Variáveis dependentes

As variáveis de eficiência do Conselho são: INDEP, SEPAR, TAM_CA e PINDEP – presença de administradores independentes no Conselho de Administração, que é uma variável dicotômica assumindo o valor (1) quando há pelo menos um membro independente no Conselho de Administração; e (0) em caso contrário.

5.6.3.1.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes referem-se à estrutura de capital e de controle das companhias e à natureza dos acionistas, sendo definidas na seção **5.4**.

5.6.3.1.3 Variáveis de controle

Além das variáveis de estrutura de propriedade e de poder de voto, foram incluídos os seguintes fatores de controle: a) *tamanho da empresa* (logvm); b) *alavancagem financeira* (alavfin); e c) *índice valor patrimonial por ação/preço* (logvpap).

5.6.3.1.4 Modelos estimados

O modelo utilizado para identificar os fatores determinantes da eficiência dos Conselhos, considerando a dimensão independência, representada pelas variáveis PINDEP e INDEP, foi expresso pela equação [49], em que os sinais sobre as variáveis representam o sentido esperado do relacionamento.

$$PINDEP_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC1_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 SEPAR_{it} + \beta_8 TAM_CA_{it} + \beta_9 alavfin_{it} + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [49]$$

Em que: $PINDEP_{it}$ é uma variável binária indicando a existência de membros independentes no conselho; $AC1_VT_{it}$ é a porcentagem de ações com direito a voto do primeiro acionista; $AC_INST_VT_{it}$ é a porcentagem de ações com direito a voto dos investidores institucionais; $INST_{it}$, EMP_{it} , GOV_{it} , e NT_CONTR_{it} são variáveis dicotômicas indicando a identidade do acionista controlador; $SEPAR_{it}$ é uma variável binária indicando que as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; TAM_CA_{it} é o número total de membros do Conselho; $alavfin_{it}$, $\log vm_{it}$ e $\log vpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 , β_7 e β_8 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_9 , β_{10} e β_{11} são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Quando a eficiência do Conselho foi medida pela variável *separação das funções CEO e presidente do Conselho* (SEPAR), estimou-se o seguinte modelo:

$$SEPAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC1_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 alavfin_{it} + \beta_8 \log vm_{it} + \beta_9 \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [50]$$

Em que: $SEPAR_{it}$ é uma variável binária indicando que as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; $AC1_VT_{it}$ é a porcentagem de ações com direito a voto do primeiro acionista; $AC_INST_VT_{it}$ é a porcentagem de ações com direito a

voto dos investidores institucionais; $INST_{it}$, EMP_{it} , GOV_{it} , e NT_CONTR_{it} são variáveis dicotômicas indicando a identidade do acionista controlador; $alavfin_{it}$, $logvm_{it}$ e $logvpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_7 , β_8 e β_9 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro aleatório.

O modelo em que a eficiência do Conselho de Administração é representada pelo seu tamanho foi expresso pela equação:

$$TAM_CA_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC1_TOT_{it} + \beta_2 AC_INST_TOT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 \log vm_{it} + \beta_8 \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [51]$$

Em que: TAM_CA_{it} é o número total de membros do Conselho de Administração; $AC1_TOT_{it}$ é a porcentagem de capital total do primeiro acionista; $AC_INST_TOT_{it}$ é a porcentagem de capital total dos investidores institucionais; $INST_{it}$, EMP_{it} , GOV_{it} , e NT_CONTR_{it} são variáveis dicotômicas indicando a identidade do acionista controlador; $logvm_{it}$ e $logvpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_7 e β_8 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

5.6.3.2 Análise das características e dos determinantes da estrutura de propriedade

A análise da estrutura de propriedade e de controle das companhias consistiu, inicialmente, em mostrar a evolução das variáveis ao longo do período estudado, em verificar se há diferenças de propriedade das empresas em função da proteção oferecida aos investidores minoritários e em encontrar os determinantes dos indicadores que caracterizam a eficiência desse mecanismo de governança.

Para verificar se houve mudanças importantes nas variáveis que caracterizam a estrutura de propriedade e de controle, efetuou-se a evolução da média anual do capital total e dos percentuais de ações com e sem direito a voto dos maiores acionistas. Outrossim, verificaram-se as características da propriedade das empresas em função da identidade do acionista controlador.

Com o objetivo de verificar se as empresas cujo capital é mais disperso são aquelas que oferecem maior proteção aos investidores minoritários, efetuaram-se testes de diferenças de médias dos grupos classificados de acordo com as variáveis que caracterizam essa dimensão. Assim, buscou-se examinar se as médias do capital mantido pelos maiores acionistas se diferem significativamente em função da existência de um programa de ADRs nível 2 ou 3, da concessão do direito a voto, pleno ou restrito, às ações preferenciais e do direito de eleger membros dos órgãos de administração. Outrossim, buscou-se verificar se as companhias que pagam dividendos significativamente maiores são aquelas com maiores percentuais de ações nas mãos do público.

Em seguida, estimaram-se modelos de regressão de dados em painel, de modo a identificar quais são os determinantes da estrutura de propriedade. A literatura de finanças indica, sobretudo, fatores ligados à proteção dos investidores como possíveis determinantes da estrutura de propriedade. Estimaram-se, então, vários modelos alternativos, em que as variáveis dependentes foram sendo substituídas por outras, de modo a verificar a robustez dos relacionamentos observados.

5.6.3.2.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes referem-se à concentração do capital da empresa, sendo representadas por: AC1_TOT, AC_S3_TOT e AC_S5_TOT.

5.6.3.2.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes referem-se à proteção dos investidores, isto é, ao fato de a empresa possuir ações negociadas em bolsas norte-americanas (ADR), de conceder aos preferencialistas o direito a voto (DIR_VOTO), ainda que seja apenas em determinadas matérias, e o direito de eleger membros do Conselho de Administração (DIR_ELEG_CA).

5.6.3.2.3 Variáveis de controle

Além das variáveis de proteção dos investidores, foram incluídos os seguintes fatores de controle: a) *tamanho da empresa* (logvm); e b) *índice valor patrimonial por ação/preço*, (logvpap).

5.6.3.2.4 Modelos estimados

O modelo utilizado para identificar os fatores determinantes da concentração do capital foi expresso pela equação:

$$AC1_TOT_{it} = \beta_0 + \beta_1 \overline{ADR}_{it} + \beta_2 \overline{DIR_VOTO}_{it} + \beta_3 \overline{DIR_ELEG_CA}_{it} + \beta_4 \log vm_{it} + \beta_5 \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [52]$$

Em que: $AC1_TOT_{it}$ é a porcentagem do capital total do primeiro acionista; ADR_{it} é uma variável binária, indicando se a empresa mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3; DIR_VOTO_{it} é uma variável binária, indicando se a empresa concede o direito a voto aos acionistas preferenciais; $DIR_ELEG_CA_{it}$ é uma variável binária, indicando se os preferencialistas têm o direito de eleger membros do Conselho de Administração; $\log vm_{it}$ e $\log vpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 e β_3 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_4 e β_5 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Nos demais modelos estimados, utilizaram-se variáveis dependentes alternativas, de maneira a verificar a robustez dos relacionamentos.

5.6.3.3 Análise das características e dos determinantes dos incentivos aos administradores

O objetivo principal ao analisar esta dimensão da governança foi examinar o seu relacionamento com as variáveis de eficiência do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade. Posto isso, a análise consistiu, inicialmente, em verificar se há diferenças dos indicadores de remuneração dos administradores entre os grupos formados de acordo com as características do Conselho de Administração. Outrossim, analisaram-se as características de propriedade das empresas que concedem incentivos na forma de participação dos administradores nos lucros e plano de opções de compra. Por fim, buscou-se encontrar os fatores determinantes dos incentivos aos administradores.

Dessa forma, efetuaram-se testes de média para verificar se a remuneração dos administradores das empresas em que os Conselhos de Administração são mais eficientes – isto é, quando as funções de CEO e de presidente do conselho são exercidas por pessoas distintas e quando há conselheiros independentes – é significativamente diferente em relação

à das demais. A idéia subjacente era de que os Conselhos mais eficientes executariam melhor a tarefa de incentivar os administradores pela via da remuneração. Outrossim, visou-se verificar se as empresas com programas de incentivos na forma de participação dos administradores nos lucros da companhia e de opções de compras de ações são aquelas em que a propriedade é menos concentrada e a participação dos investidores institucionais no capital é mais elevada. Supôs-se que as empresas de capital concentrado tenham menos necessidade de recorrer a esse tipo de incentivos, uma vez que o monitoramento efetuado pelos grandes acionistas é mais acentuado.

Enfim, buscou-se identificar os fatores determinantes da remuneração e de sua variação, da existência de um programa de participação dos administradores nos lucros e de opção de compra de ações. Esperava-se que as probabilidades de a empresa ter um plano de participação dos administradores nos lucros e/ou de opção de compra fossem mais elevadas quando há membros independentes no Conselho e quando as funções de CEO e de presidente do Conselho são executadas por pessoas distintas – ou seja, nas condições de melhor eficiência desse mecanismo. Ademais, supôs-se que as companhias com capital mais disperso e, também, aquelas em que os investidores institucionais têm maior participação no capital se valham mais desse tipo de incentivo.

5.6.3.3.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes representam os incentivos aos administradores considerados nesta pesquisa, que são: a) logaritmo neperiano da *remuneração total em dinheiro* (logremu); b) *variação na remuneração total em dinheiro* (VAR_REM); c) logaritmo neperiano da *soma entre a remuneração total em dinheiro e a participação nos lucros* (logremtotal); d) *participação dos administradores nos lucros* (PART_LUCRO); e e) *plano de opção de compra de ações para administradores* (PLANO_OPÇÕES).

5.6.3.3.2 Variáveis independentes

As variáveis independentes são indicadores de eficiência do Conselho de Administração, INDEP, SEPAR e TAM_CA; e variáveis de estrutura de propriedade e de controle, descritas na seção 5.4.

5.6.3.3.3 Variáveis de controle

Além das variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de poder de voto, foram incluídos os fatores de controle: a) *tamanho da empresa* (logvm); e b) *índice valor patrimonial por ação/preço* (logvpap).

5.6.3.3.4 Modelos estimados

Os modelos utilizados para identificar os fatores determinantes dos incentivos aos administradores estão apresentados a seguir. A especificação em que os incentivos são representados pela participação dos administradores nos lucros da companhia é:

$$PART_LUCRO_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC1_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 INDEP_{it} + \beta_8 SEPAR_{it} + \beta_9 TAM_CA_{it} + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [53]$$

Em que: PART_LUCRO_{it} é uma variável binária, indicando a existência de um programa de participação dos administradores nos lucros; AC1_VT_{it} é a porcentagem de ações com direito a voto do primeiro acionista; AC_INST_VT_{it} é a porcentagem de ações com direito a voto dos investidores institucionais; INST_{it}, EMP_{it}, GOV_{it} e NT_CONTR_{it} são variáveis dicotômicas, indicando a identidade do acionista controlador; INDEP_{it} é a porcentagem de membros independentes no Conselho de Administração; SEPAR_{it} é uma variável binária, indicando que as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; TAM_CA_{it} é o número total de membros do Conselho; logvm_{it} e logvpap_{it} são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 , β_7 , β_8 e β_9 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_{10} e β_{11} são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Esse modelo foi também estimado com variáveis alternativas para a estrutura de propriedade e de controle.

O modelo em que os incentivos são representados pela variável PLANO_OPÇÕES foi expresso da seguinte forma:

$$PLANO_OPÇÕES_{it} = \beta_0 + \beta_1 F_FLOAT_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 INDEP_{it} + \beta_8 SEPAR_{it} + \beta_9 TAM_CA_{it} + \beta_{10} \log vm_{it} + \beta_{11} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [54]$$

Em que: $PLANO_OPÇÕES_{it}$ é uma variável binária, indicando a existência de um plano de opções de compra de ações para administradores; $F_FLOAT_VT_{it}$ é a porcentagem de ações com direito a voto que estão nas mãos do público; $AC_INST_VT_{it}$ é a porcentagem de ações com direito a voto dos investidores institucionais; $INST_{it}$, EMP_{it} , GOV_{it} e NT_CONTR_{it} são variáveis dicotômicas, indicando a identidade do acionista controlador; $INDEP_{it}$ é a porcentagem de membros independentes no Conselho de Administração; $SEPAR_{it}$ é uma variável binária, indicando que as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; TAM_CA_{it} é o número total de membros do Conselho; $logvm_{it}$ e $logvpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 , β_7 , β_8 e β_9 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_{10} e β_{11} são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro aleatório.

O modelo em que os incentivos são representados pela variação na remuneração (VAR_REM) e por seu valor absoluto ($logremu$) é expresso pela seguinte equação:

$$VAR_REM_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC1_VT_{it} + \beta_2 AC_INST_VT_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 EMP_{it} + \beta_5 GOV_{it} + \beta_6 NT_CONTR_{it} + \beta_7 INDEP_{it} + \beta_8 SEPAR_{it} + \beta_9 TAM_CA_{it} + \beta_{10} logvm_{it} + \beta_{11} logvpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [55]$$

Em que: VAR_REM_{it} é a mudança no valor anual total da remuneração em dinheiro paga a todos os administradores da companhia; $AC1_VT_{it}$ é a porcentagem de ações com direito a voto do primeiro acionista; $AC_INST_VT_{it}$ é a porcentagem de ações com direito a voto dos investidores institucionais; $INST_{it}$, EMP_{it} , GOV_{it} e NT_CONTR_{it} são variáveis dicotômicas, indicando a identidade do acionista controlador; $INDEP_{it}$ é a porcentagem de membros independentes no Conselho de Administração; $SEPAR_{it}$ é uma variável binária, indicando que as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; TAM_CA_{it} é o número total de membros do Conselho; $logvm_{it}$ e $logvpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , β_6 , β_7 , β_8 e β_9 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_{10} e β_{11} são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Especificações semelhantes foram também estimadas, sendo alteradas apenas as variáveis de estrutura de propriedade e de controle.

5.6.3.4 Análise das variáveis de proteção dos investidores minoritários

As análises sobre a proteção dos investidores tiveram por objetivo verificar se há diferenças entre as companhias brasileiras quanto à liquidez e à cotação em bolsa e quanto ao índice valor patrimonial por ação/preço, em decorrência da proteção dos investidores. A idéia subjacente é de que as companhias que oferecem uma proteção mais ampla, mediante prerrogativas estatutárias ou negociação nas bolsas norte-americanas, satisfazem mais os investidores, o que se refletiria nos níveis de liquidez e na cotação de suas ações. Outrossim, supôs-se que as empresas em estágio de crescimento e que se caracterizam por baixos valores do índice valor patrimonial por ação/preço (*book-to-market*) tendem a ampliar a proteção dos investidores potenciais.

Nos testes com as variáveis descritas a seguir, consideraram-se apenas as companhias da amostra com ações preferenciais.

5.6.3.4.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes são indicadores financeiros das empresas, que representam: a) liquidez de mercado, mensurada pelas variáveis *liquidez em bolsa* (liqbol), *logaritmo neperiano do volume total negociado em dinheiro* (logvol) e *logaritmo neperiano da quantidade de negócios efetuada com a ação* (logneg); b) cotação das ações na bolsa, representada pelo *logaritmo neperiano do preço de fechamento*; c) estágio de crescimento, representado pelo *logaritmo neperiano do índice valor patrimonial por ação/preço (book-to-market)*.

5.6.3.4.2 Variáveis independentes

Os critérios de classificação dos grupos são relacionados às vantagens políticas e econômicas atribuídas às ações preferenciais e, também, à negociação de ações da companhia em bolsas norte-americanas. As variáveis independentes são: VANTPN; PRC; DIR_VOTO; DIR_ELEG_CA; e ADR.

5.6.3.5 Análise dos determinantes da transparência das informações publicadas

A intenção nesta seção foi identificar os mecanismos de governança e as características específicas das firmas que determinam a qualidade das informações publicadas e a comunicação espontânea ao mercado.

5.6.3.5.1 Variáveis dependentes

Para representar a qualidade das informações financeiras publicadas pelas companhias e a comunicação espontânea ao mercado, utilizaram-se as medidas de: a) *transparência contábil*, representada por TRANSP1, TRANSP2, TRANSP3 e INDICE_TRANSP, que é uma medida sintética de *earnings management*; b) *transparência de mercado*, refletida por TRANSP4; e c) *frequência de comunicação ao mercado*, mensurada por TRANSP5.

As variáveis TRANSP1 e TRANSP2 possuem apenas uma observação ao longo do período analisado, visto que são, respectivamente, os resultados da razão entre os desvios-padrão e da correlação entre o lucro após imposto de renda e o fluxo de caixa. Posto isso, nesta seção foram efetuadas regressões *cross-section*. TRANSP3, que é em painel, foi, então, calculada por meio da divisão entre as medianas de *accruals* e dos fluxos de caixa. Além disso, TRANSP1 e TRANSP2 foram multiplicadas por (-1) de modo que elevados valores fossem representativos de maior *earnings management*. Dessa forma, todas as três variáveis foram colocadas em um mesmo sentido.

Os valores individuais das variáveis TRANSP1, TRANSP2 e TRANSP3 foram transformados em *ranks* percentuais, variando de 0 a 100 (padronização em que se atribui o valor 0 ao menor *score* individual e o valor 100 ao maior). Em seguida, obteve-se o INDICE_TRANSP, que representou a média simples dessas três variáveis padronizadas.

5.6.3.5.2 Variáveis independentes

A literatura de finanças indica diversos fatores que poderiam explicar a transparência das informações publicadas. Na análise *cross-section*, utilizaram-se as médias das seguintes variáveis explicativas:

- a) *recbruta* (%): variação percentual da receita bruta anual.

b) *extfin*: nível de dependência de recursos externos, sendo calculado pela equação:

$$extfin = \frac{\text{Aplicação em ativo permanente} - CFO}{\text{Aplicação em ativo permanente}} \quad [56]$$

c) *logat*: tamanho da empresa.

d) *logdisp*: logaritmo neperiano do disponível e investimento de curto prazo em relação ao ativo total.

e) *setor*: variáveis binárias indicativas dos setores de atividade, conforme classificação da base de dados Económica.

f) *F_FLOAT_TOT*: percentual total de ações da empresa mantidas em circulação, ou seja, que estão nas mãos do público.

Além das variáveis de governança corporativa empregadas nas regressões *cross-section* da transparência contábil, na análise de TRANSP4 e TRANSP5 empregaram-se os indicadores:

a) *AC_INST_TOT*; b) *AC1_TOT*, *AC_S3_TOT*, *AC_S5_TOT*; c) *INDEP*; d) *SEPAR*; e) *TAM_CA*.

5.6.3.5.3 Variáveis de controle

Os fatores de controle incluídos na análise *cross-section* foram: a) *índice valor patrimonial por ação/preço* (*logvpap*); b) *alavfin*; c) *ROI*; e d) *ADR*.

Na análise de TRANSP4 e TRANSP5, foram incluídos os seguintes fatores de controle: a) *recbruta*; b) *extfin*; c) *logdisp*; d) *logdbrpl*, que representa o *logaritmo neperiano da dívida bruta total em relação ao patrimônio líquido*; e) *logvm*; e f) *logvpap*.

5.6.3.5.4 Modelos estimados

Na análise *cross-section*, empregaram-se as seguintes especificações:

Modelo com apenas as variáveis independentes:

$$INDICE_TRANSP_i = \beta_0 + \beta_1 \overline{recbruta}_i + \beta_2 \overline{extfin}_i + \beta_3 \log at_i + \beta_4 \log disp_i + \beta_5 \overline{F_FLOAT_TOT}_i + \beta_6 \overline{setor}_i + \varepsilon_{it} \quad [57]$$

Modelo com fatores de controle que representam características específicas das empresas:

$$INDICE_TRANSP_i = \beta_0 + \beta_1 \overline{recbruta}_i + \beta_2 \overline{extfin}_i + \beta_3 \log at_i + \beta_4 \log disp_i + \beta_5 F_FLOAT_TOT_i + \beta_6 \overline{setor}_i + \beta_7 \log vpap_i + \beta_8 \overline{alavfin}_i + \beta_9 \overline{roi}_i + \varepsilon_{it} \quad [58]$$

Modelo com o feito do indicador ADR:

$$INDICE_TRANSP_i = \beta_0 + \beta_1 \overline{recbruta}_i + \beta_2 \overline{extfin}_i + \beta_3 \log at_i + \beta_4 \log disp_i + \beta_5 F_FLOAT_TOT_i + \beta_6 \overline{setor}_i + \beta_7 \overline{ADR}_i + \varepsilon_{it} \quad [59]$$

Em que: $INDICE_TRANSP_i$ é o índice de transparência contábil; $recbruta_i$ é a variação na receita bruta anual; $extfin_i$ é o nível de dependência de recursos externos; $logat_i$ é o tamanho da empresa representado pelo logaritmo neperiano do ativo total; $logdisp_i$ é o logaritmo neperiano do disponível e investimento de curto prazo em relação ao ativo total; $F_FLOAT_TOT_i$ é o percentual total de ações da companhia que estão nas mãos do público; $setor$ é uma variável binária, indicando o ramo de atividade da empresa; ADR_i é uma variável binária, indicando se a empresa mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3; $logvpap_i$ indica o estágio de crescimento da companhia; $alavfin_i$ é a medida de alavancagem financeira; roi_i é o retorno sobre o investimento; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Na análise de $TRANSP4$ e $TRANSP5$, estimou-se o seguinte modelo:

$$TRANSP4_{it} = \beta_0 + \beta_1 AC_INST_TOT_{it} + \beta_2 AC1_TOT_{it} + \beta_3 INDEP_{it} + \beta_4 SEPAR_{it} + \beta_5 TAM_CA_{it} + \beta_6 \overline{ADR}_{it} + \beta_7 \overline{recbruta}_{it} + \beta_8 \overline{extfin}_{it} + \beta_9 \log disp_{it} + \beta_{10} \log dbrpl_{it} + \beta_{11} \log vm_{it} + \beta_{12} \log vpap_{it} + \varepsilon_{it} \quad [60]$$

Em que: $TRANSP4_{it}$ é um indicador da qualidade dos lucros publicados; $AC_INST_TOT_{it}$ é a porcentagem total de ações dos investidores institucionais; $AC1_TOT_{it}$ é a porcentagem total de ações do primeiro acionista; $INDEP_{it}$ é a porcentagem de membros independentes no Conselho de Administração; $SEPAR_{it}$ é uma variável binária, indicando que as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes; TAM_CA_{it} é o número total de membros do Conselho; ADR_{it} é uma variável binária, indicando se a empresa mantém um programa de ADRs nível 2 ou 3; $recbruta_{it}$, $extfin_{it}$, $logdisp_{it}$, $logdbrpl_{it}$, $logvm_{it}$ e $logvpap_{it}$ são as variáveis de controle; β_0 é o intercepto; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 são os coeficientes estimados das variáveis independentes; β_7 , β_8 , β_9 , β_{10} , β_{11} e β_{12} são os coeficientes

estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Este modelo foi também estimado com variáveis alternativas para a estrutura de propriedade e de controle.

Para análise de TRANSP5, utilizou-se uma especificação igual à apresentada acima, exceto, evidentemente, pela variável explicada que representou a quantidade de informações publicadas.

5.6.4 Análise e validação do índice de qualidade da governança das empresas

Neste estudo, foram analisados diversos instrumentos de controle dos problemas de agência, os quais são inter-relacionados. Como a qualidade da governança é uma variável inobservável, o propósito central desta pesquisa foi representá-la por meio de um conjunto de indicadores de eficiência dos mecanismos de controle dos conflitos de interesse. Para sintetizá-los em uma única medida que refletisse a qualidade da governança, utilizaram-se técnicas estatísticas para reduzir o número de dimensões e, por conseguinte, obter um índice composto.

Os indicadores que compuseram o índice de qualidade da governança proposto constam do quadro 1 (pág. 149). Ele é o resultado da soma ponderada dos mecanismos de governança apresentados nesse quadro. Os seus pesos foram obtidos mediante a análise de componentes principais, sendo empregada a metodologia de Nagar e Basu (2002).

Após o cálculo do indicador de governança, efetuou-se a evolução de sua média anual, de maneira a verificar se houve mudanças importantes ao longo do período estudado. Outrossim, apresentou-se o comportamento do índice em função do setor de atividade das empresas, da identidade do acionista controlador, das vantagens atribuídas aos acionistas preferenciais e da negociação de ADRs nível 2 ou 3. Para tanto, as médias do índice de governança dos grupos formados em função desses critérios foram comparadas.

Enfim, procedeu-se à validação externa do índice de governança por meio do confronto de sua medida com indicadores que traduzem a confiança do mercado em relação à empresa. Buscou-se, inicialmente, analisar se os indicadores “liquidez”, “cotação das ações”, “valor de

mercado” e “índice *book-to-market*” diferem entre os grupos formados em função dos níveis de governança. Por fim, testou-se o relacionamento entre o índice e a performance financeira das empresas, representada pelas variáveis “Q de Tobin” e “taxa de retorno ajustada ao risco”.

5.6.4.1 Validação externa do índice de governança: confronto com indicadores de mercado

O objetivo foi verificar se há diferenças entre as companhias brasileiras quanto à liquidez, à cotação em bolsa, ao valor de mercado e ao índice valor patrimonial por ação/preço, em decorrência do nível de governança expresso pelo índice IQG. A idéia subjacente é de que as companhias com níveis mais elevados de governança motivam a confiança dos investidores, o que se refletiria nos níveis de liquidez, na cotação de suas ações e em seus valores de mercado. Outrossim, supôs-se que as empresas com maiores oportunidades de crescimento, que se caracterizam por baixos valores do índice *book-to-market*, tendem a apresentar níveis mais elevados de governança.

5.6.4.1.1 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes são indicadores de mercado das empresas, que representam: a) liquidez de mercado, medida pelas variáveis *liquidez em bolsa* (liqbol), *logaritmo neperiano do volume total negociado em dinheiro* (logvol) e *logaritmo neperiano da quantidade de negócios efetuada com a ação* (logneg); b) cotação das ações na bolsa, representada pelo *logaritmo neperiano do preço de fechamento*; c) valor de mercado, representado pelo *logaritmo neperiano da variável valor de mercado* (logvm); e d) oportunidade de crescimento, representada pelo *logaritmo neperiano do índice valor patrimonial por ação/preço (book-to-market)*.

5.6.4.1.2 Variável independente

A variável independente é o índice IQG_PAD, cujas observações foram distribuídas em quintis, sendo o primeiro formado pelos menores níveis de governança e o último pelos valores mais elevados. A esses quintis atribuíram-se, sucessivamente, as classificações de “muito baixo”, “baixo”, “médio”, “alto” e “muito alto”.

5.6.4.2 Validação externa do índice de governança: análise do relacionamento com a performance financeira das empresas

A validação externa do índice de governança consistiu sobretudo na análise do seu relacionamento com a performance financeira das empresas, conforme estabelecido no modelo empírico da pesquisa.

5.6.4.2.1 Modelos estimados

O modelo em que a performance financeira da empresa foi representada pelo Q de Tobin pode ser expresso da seguinte maneira:

$$Q_TOBIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 IQG_PAD_{it} + \beta_2 recbruta_{it} + \beta_3 \log at_{it} + \beta_4 liqbol_{it} + \beta_5 alavfin_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \varepsilon_{it} \quad [61]$$

Em que: Q_TOBIN_{it} é o indicador de desempenho econômico da empresa; IQG_PAD_{it} é o índice de qualidade da governança corporativa; $recbruta_{it}$ é a variação na receita bruta anual; $\log at_{it}$ é o tamanho da empresa; $liqbol_{it}$ é o indicador de liquidez das ações; $alavfin_{it}$ é a medida de alavancagem financeira; ROE_{it} é o retorno sobre o patrimônio líquido. β_0 é o intercepto; β_1 é o coeficiente do índice de qualidade da governança; β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Este modelo foi estimado também com o índice igualmente ponderado de governança (IIP_GOV_PAD).

Quando a performance financeira foi representada pelo retorno ajustado ao risco das ações da empresa, estimou-se o seguinte modelo:

$$RI_RF_{it} = \beta_0 + \beta_1 IQG_PAD_{it} + \beta_2 beta_{it} + \beta_3 \log v\bar{p}ap_{it} + \beta_4 \log \bar{v}m_{it} + \beta_5 \bar{liqbol}_{it} + \beta_6 \bar{div}yld_{it} + \varepsilon_{it} \quad [62]$$

Em que: RI_RF_{it} é o excesso de retorno da ação em relação à rentabilidade do ativo livre de risco; IQG_PAD_{it} é o índice de qualidade da governança corporativa; $beta_{it}$ é o indicador de risco sistemático; $\log v\bar{p}ap_{it}$ é o índice valor patrimonial por ação/preço (*book-to-market*), que reflete o estágio de crescimento da empresa; $\log \bar{v}m_{it}$ representa o tamanho da empresa; \bar{liqbol}_{it} é a medida de liquidez de mercado da ação; $\bar{div}yld_{it}$ é o rendimento em dividendos; β_0 é o

intercepto; β_1 é o coeficiente do índice de governança corporativa; β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , e β_6 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Este modelo foi estimado também com o índice igualmente ponderado de governança (IIP_GOV_PAD).

Enfim, embora não tenha constituído objetivo desta pesquisa e, por conseguinte, não represente um critério de validação externa do índice, procedeu-se à análise do relacionamento entre a performance contábil das empresas e o índice de governança. Para estimar a associação entre o desempenho operacional e a governança, produziu-se um indicador de performance contábil da empresa (IPC), obtido mediante a metodologia de média ponderada dos componentes principais formados a partir das variáveis “margem líquida”, “EBITDA”, “retorno sobre o patrimônio líquido” e “retorno sobre o investimento”. Esse relacionamento foi estimado por meio da equação:

$$IPC_{it} = \beta_0 + \beta_1 IQG_PAD_{it} + \beta_2 \log v_{pap}_{it} + \beta_3 \log vm_{it} + \varepsilon_{it} \quad [63]$$

Em que: IPC é o indicador da performance operacional (contábil); IQG_PAD_{it} é o índice de qualidade da governança corporativa; logv_{pap}_{it} é o índice valor patrimonial por ação/preço (*book-to-market*), que reflete o estágio de crescimento da empresa; logvm_{it} representa o tamanho da empresa; β_0 é o intercepto; β_1 é o coeficiente do índice de governança corporativa; β_2 e β_3 são os coeficientes estimados das variáveis de controle; e ε_{it} é o termo de erro idiossincrático.

Este modelo foi estimado também com o índice igualmente ponderado de governança (IIP_GOV_PAD).

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

O objetivo principal deste estudo foi construir e validar um índice de governança para empresas no Brasil. Buscou-se, também, entender os inter-relacionamentos entre os indicadores das cinco dimensões da governança consideradas.

Nesta seção, apresentam-se, inicialmente, os resultados das análises dos mecanismos de governança tomados isoladamente e em combinações com os demais. Em seguida, são apresentados os resultados do cálculo dos pesos do índice de governança e das análises do seu comportamento em função do período, do setor de atividade das empresas, da natureza do controlador, das vantagens oferecidas aos acionistas preferenciais e da negociação de ADRs. Enfim, apresentam-se os resultados concernentes à sua validação externa, efetuada tanto pelo confronto com os indicadores “liquidez”, “cotação das ações”, “valor de mercado” e “índice *book-to-market*” quanto pelo estudo do seu relacionamento com o “Q de Tobin” e com a “taxa de retorno ajustada ao risco das ações”.

6.1 Os mecanismos de governança e suas inter-relações

A governança foi analisada em cinco dimensões constitutivas: Conselho de Administração; estrutura de propriedade; incentivos aos administradores (remuneração); proteção aos investidores minoritários; e transparência das informações publicadas.

Nos itens que se seguem, são analisadas essas dimensões e, também, as suas inter-relações.

6.1.1 Conselho de Administração

6.1.1.1 Estatísticas descritivas

A cada ano, os conselheiros foram distribuídos nas classes “controlador”, “interno”, “afiliado” e “independente”. As estatísticas descritivas para todo o período mostram que o tamanho médio do Conselho é de 7 membros, sendo a maioria deles representantes dos acionistas

controladores (55%) e apenas 18% independentes (TAB. 1). Além disso, os conselheiros eleitos pelos acionistas controladores alcançam um percentual extremamente elevado, o que não surpreende, haja vista a elevada concentração de ações com direito a voto nas mãos dos controladores.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis de composição do Conselho de Administração

Variáveis do Conselho	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
Tamanho do Conselho	6,79	2,90	6,00	2	19
Controlador	55,00	26,08	60,00	0	100
Interno	16,47	14,25	16,67	0	100
Afiliado	10,93	15,49	0,00	0	80
Independente	17,60	20,26	12,50	0	100
Eleito pelo controlador	83,79	24,08	90,00	0	100

Fonte: Resultados da pesquisa

A evolução das variáveis do Conselho de Administração indica um tamanho médio estável ao longo do período estudado, não havendo diferenças significativas¹⁶ entre os anos (TAB. 2). Similarmente, o tamanho do Conselho revelou-se bastante semelhante entre os setores de atividade das empresas, embora o teste de médias tenha apontado algumas diferenças significativas entre eles. Em termos gerais, os Conselhos das empresas de agropecuária e pesca são significativamente menores em relação aos das demais e os das empresas de energia são significativamente maiores.

Verificou-se, ainda, que os Conselhos de administração das empresas em que o acionista controlador é o governo são significativamente maiores em relação aos das demais. Ao contrário, as empresas em que o controlador direto é uma família possuem Conselhos significativamente menores aos das outras. Esses resultados sugerem uma influência da estrutura de controle sobre as características dos Conselhos de administração, conforme argumentado por Charreaux e Pitol-Belin (1985). Essa evidência corrobora a hipótese desses autores de que na empresa familiar o tamanho do Conselho é, geralmente, mais reduzido em relação aos das empresas com capital mais disperso, uma vez que nessas circunstâncias a própria família o compõe e, por conseqüência, não há separação entre propriedade e decisão.

¹⁶ Nesta pesquisa, adotaram-se nos testes estatísticos níveis de significância de 5%.

Constatou-se que esse mecanismo de governança não sofreu alterações importantes nos últimos anos. Ou seja, se houve mudanças na eficiência dos Conselhos, elas não se realizaram via alterações da quantidade de seus membros. No entanto, deve-se ressaltar que o tamanho médio dos Conselhos de Administração das empresas analisadas não é elevado, estando entre os valores considerados adequados por Lipton e Lorsch (1992).

Tabela 2: Evolução do tamanho médio dos Conselhos de Administração ao longo do período analisado

Ano	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
1997	6,53	2,64	6	3	15
1998	6,58	2,72	6	3	16
1999	6,65	2,93	6	3	16
2000	6,73	3,01	6	3	19
2001	6,69	2,96	6	2	17
2002	6,93	3,02	7	3	16
2003	6,94	2,94	7	3	16
2004	6,94	2,93	6	3	16
2005	6,87	2,87	6	2	16
2006	6,97	2,91	7	2	17

Fonte: Resultados da pesquisa

Quanto ao critério *independência*, observou-se uma tendência de aumento da porcentagem de conselheiros independentes a partir de 2001, embora esse crescimento não seja expressivo e nem significativo (TAB. 3). Apenas os testes não-paramétricos sugeriam um crescimento significativo no percentual de independentes nos Conselhos das empresas analisadas. De um lado, essa evolução poderia ser um indício de melhora na eficiência dos Conselhos, pois um maior número de membros externos lhes permitiria executar melhor uma de suas funções essenciais, que é o controle da gestão. De outro lado, observa-se que o percentual de conselheiros eleitos pelo controlador não decresce significativamente, continuando extremamente elevado, o que coloca em xeque os possíveis efeitos positivos do aumento no percentual de independentes. Isso porque, se o conselheiro não possui vínculo direto com o acionista controlador, mas foi eleito por ele, seu nível de independência é questionável.

Tabela 3: Evolução do percentual médio de conselheiros independentes nos Conselhos de Administração ao longo do período analisado

Ano	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
1997	17,13	21,41	11,11	0	100
1998	16,15	20,39	10,00	0	83
1999	15,73	19,15	9,55	0	75
2000	16,50	19,59	11,11	0	75
2001	16,23	19,74	11,44	0	100
2002	16,68	19,93	11,11	0	100
2003	17,76	20,12	12,50	0	100
2004	18,64	20,80	14,29	0	100
2005	20,09	20,75	16,67	0	100
2006	21,62	20,74	20,00	0	100

Fonte: Resultados da pesquisa

Constatou-se que os percentuais de conselheiros independentes diferem bastante entre os ramos de atividade. De maneira geral, os setores de petróleo e gás e o de finanças e seguros apresentam os percentuais significativamente mais reduzidos, ao passo que os setores de minerais não metálicos, comércio e transporte e serviços são aqueles com percentuais significativamente mais elevados. Além disso, as empresas cujo controlador direto é o governo possuem percentual médio de conselheiros independentes significativamente inferior aos das demais companhias.

Na maior parte das empresas, as funções de CEO e de presidente do Conselho são dissociadas. Ou seja, os dados sugerem que esse mecanismo de eficiência dos Conselhos é freqüentemente adotado pelas companhias analisadas. Essa característica foi observada em todos os anos do período analisado, sendo o número de empresas em que essas funções são exercidas por pessoas diferentes superior a 60% em todos os anos. A análise mostrou, ainda, que no grupo de companhias com essa característica o capital total nas mãos do público é significativamente menor em relação aos das companhias em que o CEO é também o presidente do Conselho. Não se observaram, no entanto, diferenças significativas quanto ao capital votante em circulação.

Esses resultados contribuem para a confirmação da hipótese de interdependência entre os mecanismos Conselho de Administração e estrutura de propriedade. Todavia, esperava-se encontrar resultado contrário; ou seja, que o capital nas mãos do público fosse mais

expressivo nas companhias em que as funções de CEO e de presidente do Conselho são dissociadas.

6.1.1.2 Determinantes das variáveis do Conselho de Administração

Nesta seção, o intuito foi mostrar em que condições os Conselhos são mais eficientes, considerando os critérios de eficiência da teoria da agência. Buscou-se, assim, encontrar os determinantes da independência, do tamanho e da separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração.

Quanto à probabilidade de haver membros independentes no Conselho, os resultados dos modelos (1) a (4) da tabela 4 revelaram que apenas o tamanho do Conselho é significativo, sendo esse relacionamento robusto às especificações alternativas estimadas. Esperava-se que as estruturas de capital e de controle explicassem a presença de conselheiros independentes, mas nenhuma variável dessa dimensão mostrou-se significativa (TAB. 4). Os resultados dos modelos em que se considerou a concentração do capital nas mãos dos maiores acionistas, ao invés do percentual de ações com direito a voto, são semelhantes aos apresentados nesta tabela em termos da significância dos coeficientes estimados.

Tabela 4: Determinantes da presença de conselheiros independentes

Variável	(1) PINDEP	(2) PINDEP	(3) PINDEP	(4) PINDEP
ACI_VT	0,00850 (0,70)			
AC_INST_VT	-0,00564 (-0,15)	-0,0102 (-0,25)	0,0274 (0,17)	-0,00824 (-0,21)
INST	1,807 (0,00)			
EMP	1,429 (0,00)			
GOV	-19,88 (-0,00)			
SEPAR	-0,462 (-1,02)	-0,482 (-1,05)	0,285 (0,23)	-0,465 (-1,02)
TAM_CA	0,747*** (4,39)	0,739*** (4,38)	0,573* (2,00)	0,749*** (4,27)
logvm	0,412 (1,18)	0,426 (1,25)	0,738 (1,67)	0,469 (1,37)
alavfin	-0,00130 (-0,62)	-0,00147 (-0,71)	-0,000984 (-0,52)	-0,00135 (-0,65)
logvpap	-0,445 (-1,34)	-0,430 (-1,31)	-0,393 (-1,00)	-0,406 (-1,21)
AC_S5_VT		0,00784 (0,36)		
AC_ACORDO_VT			-0,0289 (-0,70)	
CAPVOT_CAPTOT				0,0402 (1,76)
r2_p	0,245	0,232	0,283	0,244
chi2	.	44,69	20,44	45,82
p	.	0,0000	0,00469	0,0000
N	594	596	137	596
Teste de Hausman (<i>p-value</i>)	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são logit de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Hausman indicam a preferência do modelo de efeitos fixos. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

Resultados semelhantes aos apresentados nesta tabela foram observados quando se estimou o modelo com a variável percentual de membros independentes nos Conselhos de administração. Nesse caso, os testes estatísticos sugeriram a violação da hipótese de erros independentes e igualmente distribuídos. O teste de Wooldridge (2002) revelou a existência de autocorrelação de primeira ordem e o de Baum (2001), a heteroscedasticidade entre as unidades *cross-section*. Testou-se, também, a endogeneidade das variáveis de estrutura de propriedade (percentual total de ações dos maiores acionistas e dos investidores institucionais), mediante o teste de Baum, Schaffer e Stillman (2007). Dados os valores “*p*”

do teste de endogeneidade, não se pode rejeitar a hipótese nula de que as variáveis testadas possam ser tratadas como exógenas (TAB. 5). Assim, as estimativas dos modelos apresentados na tabela 5 foram obtidas com a correção cluster da matriz de covariância dos coeficientes. Como observado, os dados revelaram uma associação positiva e significativa entre a independência e o tamanho do Conselho (TAB. 5).

Tabela 5: Determinantes do percentual de membros independentes nos Conselhos de Administração

Variável	(1) indep	(2) indep	(3) indep	(4) indep
ACI_TOT	0,00571 (0,17)			
AC_INST_TOT	0,0144 (0,21)	0,0125 (0,18)	0,158 (1,18)	0,0113 (0,17)
SEPAR	-0,620 (-0,39)	-0,627 (-0,39)	-0,482 (-0,09)	-0,657 (-0,41)
TAM_CA	1,654*** (3,75)	1,654*** (3,78)	1,469 (1,96)	1,619*** (3,72)
logvm	0,261 (0,31)	0,264 (0,31)	1,863 (1,51)	0,298 (0,36)
alavfin	-0,0000370 (-1,02)	-0,0000391 (-1,04)	-0,00831 (-1,25)	-0,0000454 (-1,34)
logvpap	-1,127 (-1,33)	-1,122 (-1,32)	-0,698 (-0,57)	-1,100 (-1,31)
AC_S5_TOT		0,00707 (0,20)		
AC_ACORDO_TOT			-0,123 (-1,96)	
CAPVOT_CAPTOT				0,0970* (1,97)
constante	3,617 (0,33)	3,396 (0,31)	-12,40 (-0,67)	1,858 (0,17)
r2_w	0,0538	0,0539	0,111	0,0582
r2_b	0,0172	0,0170	0,00202	0,0171
F	3,656	3,546	2,404	4,083
N	1587	1587	405	1587
Teste de Hausman – <i>p values</i>	0,0134	0,0084	0,2966	0,015
Teste Heteroscedasticidade de Baum (2001) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de endogeneidade – <i>p values</i>	0,5640	0,8812	0,2825	0,2745

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Hausman indicam a superioridade do modelo de efeitos fixos, exceto na especificação (3); os valores *p* do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores *p* do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores *p* do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não permitem rejeitar a hipótese de que as variáveis testadas são exógenas. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

Quando se estimaram os modelos (1) a (4) da tabela 5 mediante o método de painel dinâmico de Blundell e Bond (1998), observaram-se resultados semelhantes aos encontrados anteriormente. Ou seja, apenas o tamanho do Conselho mostrou-se positiva e significativamente associado ao percentual de conselheiros independentes. Nas especificações em que se empregou o procedimento Driscoll e Kraay (1998) para se obter os erros-padrão, o tamanho do Conselho revelou-se, também, positiva e significativamente associado ao percentual de membros independentes, não havendo, portanto, diferenças em relação ao modelo de efeitos fixos com correção *cluster*.

Quando a eficiência do Conselho de Administração foi representada pelo indicador separação entre as funções de CEO e de presidente do Conselho, observou-se uma associação inversa e significativa com a propriedade do primeiro acionista, conforme o esperado. Nas circunstâncias em que o maior acionista detém elevado percentual do capital é mais provável que ele exerça controle mais estrito sobre a gestão da companhia, sendo possível que ele mesmo ocupe as funções supracitadas e, mesmo que isso não seja verdadeiro, o controle dos conflitos de agência é efetuado mediante a elevada concentração da propriedade (TAB. 6). Esses resultados corroboram os argumentos de que as características do Conselho (a sua eficiência) dependem da estrutura de propriedade da empresa.

Verificou-se, também, uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a propriedade dos investidores institucionais e a separação das funções de CEO e de presidente do Conselho, como era esperado. Assim, a maior participação desses investidores no capital da companhia aumenta a probabilidade de que essas funções sejam dissociadas e, por conseguinte, elevaria a eficiência do Conselho de Administração. Não obstante, observou-se uma relação inversa entre a variável INST, que indica um investidor institucional como o maior acionista direto e SEPAR. Esse resultado sugere uma menor probabilidade de dissociação das funções de CEO e de presidente do Conselho quando o controlador é um investidor institucional, contrariando o relacionamento esperado (TAB. 6).

Os resultados dos modelos (1), (2) e (4) da tabela 6 revelam, ainda, uma associação positiva e significativa entre a alavancagem financeira e SEPAR, sugerindo que as companhias com maior risco financeiro, resultante do maior endividamento, apresentam maior probabilidade de dissociar as funções de CEO e de presidente do Conselho. Assim, é possível que as empresas mais endividadas se utilizem desse mecanismo de governança para oferecer maior segurança aos financiadores externos. Não se pode descartar, no entanto, a hipótese mais

simples de que as empresas com separação dessas funções sejam aquelas que possuem acesso mais fácil ao empréstimo, devido a outras características que lhes são específicas.

Tabela 6: Determinantes da separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração

Variável	(1) separ	(2) separ	(3) separ	(4) separ
AC1_TOT	-0,0256** (-2,81)			
AC_INST_TOT	0,0737* (2,30)	0,0775* (2,27)	0,0703 (0,79)	0,0748* (2,14)
INST	-13,56*** (-11,51)	-12,95*** (-10,50)	1,884 (0,98)	-13,22*** (-10,65)
EMP	1,190 (1,21)	1,151 (1,18)	16,21*** (12,70)	1,034 (1,01)
GOV	-16,70*** (-11,83)	-15,33*** (-10,43)		-15,43*** (-10,11)
logvm	0,539 (1,69)	0,550 (1,70)	1,931 (1,75)	0,572 (1,74)
alavfin	0,000124*** (3,59)	0,000122*** (3,47)	-0,0688 (-1,23)	0,000116*** (3,38)
logvpap	0,283 (1,00)	0,320 (1,10)	1,698 (1,41)	0,346 (1,14)
AC_S5_TOT		-0,00978 (-0,76)		
AC_ACORDO_TOT			-0,0301 (-0,43)	
CAPVOT_CAPTOT				0,00772 (0,42)
r2_p	0,0670	0,0545	0,152	0,0526
chi2	807,5	694,4	483,1	687,5
p	5,06e-169	1,15e-144	3,47e-100	3,51e-143
N	567	567	104	567
Teste de Hausman (<i>p values</i>)	0,8611	0,9145	0,5439	0,7602

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores p do teste de Hausman não permitem distinguir entre os modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios. Nesta pesquisa, valeu-se, então, do estimador de efeitos fixos, porque ele é consistente não somente quando os efeitos específicos são correlacionados com as variáveis explicativas, mas também quando eles são ortogonais. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

Enfim, quando a eficiência do Conselho foi representada pelo seu tamanho, as estimativas dos modelos (1) e (2) da tabela 7 mostram que esse aspecto é, essencialmente, relacionado à concentração do capital, corroborando as proposições de teóricos em governança, tais como Charreaux e Pitol-Belin (1985), que sugerem a interdependência desses mecanismos. Os resultados revelaram uma associação negativa e significativa entre o tamanho do Conselho e o

percentual de participação dos maiores acionistas na propriedade da empresa. Além disso, os Conselhos de Administração são maiores nas grandes empresas e naquelas em estágio de maturidade, haja vista o sinal positivo dos coeficientes das variáveis valor de mercado e índice *book-to-market*.

Esses resultados sugerem, assim, que os Conselhos de Administração são menores nas empresas de pequeno tamanho e de capital concentrado, o que está de acordo com as suposições de Charreaux e Pitol-Belin (1985). Nesses casos, os Conselhos são, normalmente, dominados pelos grandes acionistas ou por membros de suas famílias, que são os verdadeiros responsáveis pelo processo de tomada da decisão.

O teste de endogeneidade das variáveis de estrutura de propriedade (percentual total de ações dos maiores acionistas e dos investidores institucionais) sugere que as variáveis testadas são exógenas. Entretanto, os testes das hipóteses subjacentes aos modelos de regressão em painel indicaram a existência de autocorrelação de primeira ordem e de heteroscedasticidade entre as unidades *cross-section* (TAB. 7). Posto isso, os modelos apresentados nesta tabela foram obtidos com a correção cluster dos erros-padrão. Estimaram-se, também, esses modelos com a correção Driscoll e Kraay (1998), sendo os resultados semelhantes aos produzidos pelo modelo de efeitos fixos com a correção cluster da matriz de covariância dos coeficientes.

Por fim, as estimativas dos modelos em que se utilizaram as variáveis de concentração do poder de voto, ao invés de concentração da propriedade, são similares às desta tabela em termos de significância dos coeficientes.

Tabela 7: Determinantes do tamanho dos Conselhos de administração

Variável	(1) tam_ca	(2) tam_ca	(3) tam_ca	(4) tam_ca
ACI_TOT	-0,0157** (-2,73)			
AC_INST_TOT	0,0107 (1,24)	0,0145 (1,66)	0,0193 (1,26)	0,0127 (1,44)
INST	-1,409 (-1,17)	-1,312 (-1,11)	-2,348 (-1,82)	-1,286 (-1,04)
EMP	-0,794 (-1,00)	-0,831 (-1,06)	-0,551 (-0,56)	-0,915 (-1,12)
GOV	-1,554 (-1,40)	-1,380 (-1,29)	0,196 (0,10)	-1,337 (-1,21)
NT_CONTR	0,559 (0,83)	0,575 (0,83)		0,753 (1,09)
logvm	0,419*** (3,85)	0,417*** (3,83)	0,304 (1,63)	0,428*** (3,94)
logvpap	0,308*** (3,34)	0,312*** (3,34)	0,144 (0,94)	0,339*** (3,61)
AC_S5_TOT		-0,0110* (-2,12)		
AC_ACORDO_TOT			0,000267 (0,03)	
CAPVOT_CAPTOT				0,0118 (1,54)
constante	2,743 (1,68)	2,789 (1,70)	4,324 (1,59)	1,822 (1,12)
r2_w	0,0544	0,0472	0,0576	0,0428
r2_b	0,163	0,153	0,183	0,168
F	11,95	10,02	1,463	9,177
N	1597	1597	413	1597
Teste de Hausman – <i>p values</i>	0,0008	0,0003	0,5747	0,0002
Teste Heteroscedasticidade de Baum (2001) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de autocorrelação de Wooldridge (2002) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,1498	0,1428	0,5062	0,5366

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores p do teste de Hausman indicam a preferência do modelo de efeitos fixos, salvo para a variável AC_ACORDO_TOT. Nesse caso, as estimativas de efeitos aleatórios são semelhantes às de efeitos fixos. Os valores p do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores p do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores p do teste de endogeneidade não permitem rejeitar a hipótese de que as variáveis testadas são exógenas. Os erros-padrão são cluster-robust, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

No item que segue, analisam-se a dimensão estrutura de propriedade das empresas e as suas inter-relações com os demais mecanismos de governança.

6.1.2 Estrutura de propriedade e de controle

6.1.2.1 Estatísticas descritivas

Nesta pesquisa, analisou-se apenas a propriedade direta das empresas. Conforme estudos anteriores realizados no Brasil, constatou-se uma elevada concentração de propriedade e de controle nas empresas analisadas. Os resultados mostraram que, em média, os três maiores acionistas detêm mais de 50% do capital da empresa e que o maior acionista, sozinho, detém em média mais de 60% das ações com direito de voto. Constata-se, assim, não apenas a concentração da propriedade, mas sobretudo do controle (TAB. 8).

Tabela 8: Estatísticas descritivas da estrutura de propriedade e de controle das empresas

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
Concentração da propriedade					
AC1_TOT	44,32	24,86	39,07	2,57	100,00
AC_S3_TOT	59,83	24,09	60,26	7,71	100,00
AC_S5_TOT	62,97	23,62	64,76	8,86	100,00
Concentração do poder de voto					
AC1_VT	62,14	25,85	60,39	5,89	100,00
AC_S3_VT	81,05	18,45	86,66	17,38	100,00
AC_S5_VT	84,85	16,01	89,27	17,38	100,00

Fonte: Resultados da pesquisa

A evolução dessas variáveis revela que não houve mudanças no sentido de tornar a propriedade e o controle mais dispersos ao longo do período estudado. Ao contrário, constata-se uma tendência de aumento da concentração tanto da propriedade quanto do controle. Os três maiores acionistas detêm mais de 50% do capital em todos os anos, sendo bastante elevados os percentuais mantidos pelo primeiro acionista (TAB. 9). Verificou-se que os percentuais médios de capital mantidos pelos cinco maiores acionistas nos três últimos anos são significativamente maiores em relação aos dos dois anos iniciais. Não se observaram diferenças significativas quanto à evolução do capital votante.

Tabela 9: Evolução do percentual total de ações mantidas pelos cinco maiores acionistas

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
AC1_TOT					
1997	39,33	24,33	31,61	3,22	99,26
1998	39,62	23,53	33,20	3,22	99,00
1999	42,12	24,17	36,64	2,57	99,00
2000	42,22	23,32	38,10	3,24	99,00
2001	44,07	24,11	39,12	3,24	99,00
2002	45,35	24,91	40,87	5,64	100,00
2003	47,02	25,46	43,37	5,27	100,00
2004	47,00	25,23	43,05	4,87	99,00
2005	47,35	25,66	42,45	5,64	100,00
2006	48,01	25,89	42,74	5,82	100,00
AC_S3_TOT					
1997	54,19	23,98	52,35	9,19	99,83
1998	54,02	23,67	51,68	8,63	100,00
1999	57,74	23,59	57,59	7,71	100,00
2000	58,19	24,00	57,17	8,38	100,00
2001	59,52	24,20	59,19	8,96	100,00
2002	60,66	24,43	61,88	11,43	100,00
2003	61,92	24,61	63,80	11,43	100,00
2004	62,66	24,39	65,08	11,80	100,00
2005	62,89	23,27	65,70	11,81	100,00
2006	64,41	22,88	66,82	16,92	100,00
AC_S5_TOT					
1997	57,47	23,79	56,87	9,19	99,88
1998	57,06	23,46	56,47	8,86	100,00
1999	61,05	23,51	62,79	10,22	100,00
2000	61,38	24,10	61,93	10,95	100,00
2001	62,50	24,02	64,63	12,42	100,00
2002	63,58	23,98	67,25	12,61	100,00
2003	64,76	23,80	68,40	12,19	100,00
2004	65,47	23,59	69,27	14,29	100,00
2005	65,93	22,43	68,01	14,15	100,00
2006	68,40	21,61	69,67	21,74	100,00

Fonte: Resultados da pesquisa

Ao analisar a evolução dos percentuais de todas as ações que estão em poder do público, constatou-se que, em média, eles são cada vez menores, sejam eles de ações com direito a voto ou de ações preferenciais. Do capital mantido em circulação, a maior parte não possui o direito de voto, sendo as médias anuais de ações ordinárias bastante reduzidas e com tendência de decréscimo, embora as diferenças entre essas médias anuais não tenham se mostrado estatisticamente significativas. Se forem considerados os valores medianos do *free-float* de ações ordinárias, verifica-se um decréscimo ainda mais expressivo: aproximadamente, 40% em relação ao valor inicial. No entanto, tanto os testes paramétricos

quanto os não-paramétricos sugerem que as mudanças na concentração do capital votante ao longo dos anos estudados não são estatisticamente significativas.

Além disso, os dados revelaram que os percentuais médios de *free-float* de ações preferenciais nos últimos cinco anos são estatisticamente menores em relação aos dos dois primeiros anos, sugerindo uma tendência efetiva de decréscimo da quantidade dessas ações em circulação. Observou-se resultado semelhante quanto ao *free-float* do capital total, que é, na verdade, o efeito da redução do capital sem direito a voto.

Em suma, essas estatísticas descritivas sugerem que, em geral, os acionistas minoritários participam do capital das empresas, porém eles não detêm o poder de influenciar as decisões tomadas pela administração, uma vez que possuem, normalmente, títulos sem direito de voto. Apresentam-se na tabela 10 os percentuais de *free-float* de todas as ações e, também, de cada uma das classes.

Tabela 10: Percentuais médios de capital mantidos em poder do público

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
F_FLOAT_VT (ações ordinárias)					
1997	15,13	15,55	12,10	0,00	79,43
1998	15,93	15,87	12,10	0,00	79,33
1999	14,55	15,63	10,82	0,00	76,87
2000	14,57	15,74	10,51	0,00	76,93
2001	13,92	15,29	10,00	0,00	76,89
2002	13,45	15,14	8,53	0,00	82,62
2003	13,08	14,99	8,67	0,00	82,45
2004	13,23	15,05	8,50	0,00	82,25
2005	13,50	15,24	8,31	0,00	82,04
2006	13,36	15,38	7,41	0,00	69,65
F_FLOAT_TOT (capital total)					
1997	41,60	23,81	40,33	0,00	90,81
1998	41,71	23,34	42,90	0,00	91,14
1999	37,94	23,48	35,24	0,00	89,78
2000	37,62	24,02	35,24	0,00	89,05
2001	36,55	23,91	33,07	0,00	87,58
2002	35,27	23,91	31,00	0,00	87,39
2003	34,10	23,62	29,37	0,00	87,81
2004	33,65	23,52	28,81	0,00	85,71
2005	33,05	22,25	30,86	0,00	85,85
2006	30,11	20,93	26,40	0,00	78,26

**Tabela 10: Percentuais médios de capital mantidos em poder do público
(continuação)**

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
F_FLOAT_SVT (ações preferenciais)					
1997	69,35	31,66	84,08	0,01	100,00
1998	69,36	31,08	81,37	0,00	100,00
1999	64,71	32,83	73,76	0,00	100,00
2000	63,41	33,85	72,49	0,00	100,00
2001	62,23	34,28	70,49	0,00	100,00
2002	59,53	34,62	64,43	0,00	100,00
2003	57,47	34,76	62,38	0,00	100,00
2004	57,14	34,90	59,94	0,00	100,00
2005	56,39	33,45	60,35	0,00	100,00
2006	50,46	31,64	50,95	0,00	100,00

Fonte: Resultados da pesquisa

Considerando-se os percentuais de ações ordinárias e preferenciais que estão nas mãos do público em relação ao tipo de controle acionário da empresa, constata-se que as empresas estatais (12,13%) e as estrangeiras (12,06%) são aquelas que mantêm em circulação os menores percentuais de ações ordinárias, sendo ambos estatisticamente inferiores se comparados aos das *holdings* nacional e estrangeira (TAB. 11). Os dados mostraram, ainda, que as *holdings* nacionais possuem, em média, um *free-float* de ações ordinárias significativamente mais elevado em relação aos das empresas privada nacional, estatal e estrangeira.

As empresas estrangeiras são aquelas que possuem os menores *free-floats* de ações preferenciais. Ao contrário, as *holdings* nacionais se destacam pelo elevado *free-float* médio dessas ações, superior a 70% e estatisticamente mais elevado se comparado aos da privada nacional, estrangeira e *holding* estrangeira. Enfim, os dados revelam que, apesar do decréscimo do *free-float* de ações preferenciais observado nos últimos anos, ele continua bastante elevado se comparado ao das ações ordinárias, independente do tipo de controle acionário da empresa.

Tabela 11: Percentuais médios de ações em circulação (*free-float*) em relação ao tipo de controle acionário da empresa

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
F_FLOAT_SVT (ações preferenciais)					
Privada nacional	62,75	32,89	70,74	0,00	100,00
Estatal	64,63	29,59	69,76	2,53	100,00
Estrangeira	50,60	32,71	50,85	2,34	100,00
Holding nacional	74,55	30,44	91,63	0,00	100,00
Holding estatal	62,51	43,18	78,79	2,03	100,00
Holding estrangeira	55,12	28,40	49,41	2,56	100,00
F_FLOAT_TOT (capital total)					
Privada nacional	37,42	23,26	36,70	0,00	91,14
Estatal	31,22	19,79	27,92	0,11	80,74
Estrangeira	26,57	17,88	24,70	0,07	63,89
Holding nacional	48,69	23,69	51,52	0,00	82,65
Holding estatal	38,57	27,84	44,96	1,00	67,78
Holding estrangeira	36,41	26,64	31,74	2,93	80,74
F_FLOAT_VT (ações ordinárias)					
Privada nacional	13,95	16,07	8,51	0,00	82,62
Estatal	12,13	10,83	12,97	0,04	49,74
Estrangeira	12,06	11,20	10,59	0,00	38,47
Holding nacional	19,08	16,24	14,94	0,00	48,95
Holding estatal	19,73	18,39	14,97	0,00	44,30
Holding estrangeira	21,41	14,66	17,11	3,68	48,95

Fonte: Resultados da pesquisa

6.1.2.2 Determinantes da estrutura de propriedade e de controle

Nesta seção, apresentam-se, inicialmente, os resultados dos testes de comparação de médias, efetuados de modo a verificar se há diferenças significativas de propriedade entre os grupos formados de acordo com a proteção oferecida aos acionistas minoritários. Em seguida, buscou-se estudar o relacionamento entre a concentração de propriedade e a proteção aos investidores a partir da análise multivariada.

A idéia subjacente era de que as empresas que oferecem uma proteção mais ampla são aquelas em que a propriedade é menos concentrada. Assim, testaram-se as médias de propriedade dos maiores acionistas segundo o critério de classificação ADR. Observou-se que nas empresas com esse tipo de programa o percentual médio de capital dos cinco maiores acionistas é significativamente menor (47,40%) em relação ao das demais (65,09%). Outrossim, o *free-*

float não apenas do capital total, mas também de ações ordinárias, é significativamente maior nas empresas que mantêm esse tipo de negociação (TAB. 12).

Poder-se-ia interpretar esse resultado como um indício de que a maior proteção aos investidores minoritários, proporcionada pela negociação de ações em um ambiente que exige maior transparência das empresas, levaria à redução da concentração da propriedade. Todavia, não se pode descartar a explicação mais simples de que, na verdade, os investidores norte-americanos não estão dispostos a aplicar seus recursos em empresas que, em sua percepção, não oferecem segurança suficiente. Isso porque as empresas que mantêm programas de ADRs são, antes de tudo, aquelas que possuem uma aceitação do mercado acionário norte-americano.

Buscou-se, ainda, verificar se as empresas que oferecem aos seus acionistas preferenciais o direito de voto e o direito de eleger membros do Conselho de Administração são aquelas em que o capital é mais disperso. Observou-se que o percentual de capital total dos cinco maiores acionistas é significativamente menor nas empresas que oferecem aos preferencialistas o direito a voto (48,81%), em relação aos das demais (60,87%). Da mesma forma, o *free-float* é estatisticamente maior nas empresas que atribuem essa vantagem às ações preferenciais (TAB. 12).

Resultado contrário foi constatado no que se refere ao direito dos preferencialistas de eleger membros do Conselho de Administração – ou seja, nas empresas que oferecem essa vantagem os cinco maiores acionistas possuem maior percentual de capital (74,84%) em comparação ao das demais (58,93%). Outrossim, o *free-float* total é estatisticamente menor nas empresas que oferecem esse benefício (TAB. 12).

Tabela 12: Teste de médias do capital dos maiores acionistas, segundo os critérios ADR e vantagens dos acionistas preferenciais

Categoria	Variável	Teste <i>t</i> de igualdade de médias		Diferença de médias
		<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
ADR	AC1_TOT	12,54	0,000	14,86
	AC_S5_TOT	13,22	0,000	17,68
	F_FLOAT_TOT	-13,08	0,000	-17,78
	F_FLOAT_VT	-9,352	0,000	-10,18
DIR_VOTO	AC1_TOT	4,41	0,000	7,73
	AC_S5_TOT	6,23	0,000	12,07
	F_FLOAT_TOT	-6,34	0,000	-12,23
	F_FLOAT_VT	-7,68	0,000	-10,12
DIR_ELEG_CA	AC1_TOT	-6,62	0,000	-17,84
	AC_S5_TOT	-8,36	0,000	-15,91
	F_FLOAT_TOT	9,13	0,000	16,52
	F_FLOAT_VT	0,98	0,3281	1,46

Fonte: Resultados da pesquisa

Foram analisados também os valores de *payout* e de rendimento em dividendos, com o objetivo de verificar se as empresas com capital mais disperso são aquelas que pagam maiores dividendos. Foi testado, então, se o percentual total de ações nas mãos do público é mais elevado nas empresas com *payout* e rendimento em dividendos superiores aos valores medianos dessas variáveis para toda a amostra.

Os resultados revelaram que o *free-float* total é significativamente mais elevado (39,70%) nas empresas com *payout* e, também, com rendimento em dividendos, acima dos valores medianos quando comparados aos das empresas cujos valores dessas variáveis são inferiores à mediana (34,67%). Observam-se resultados semelhantes ao se comparar os valores de *free-float* de ações ordinárias e de preferências. Ou seja, em geral, as empresas que pagam dividendos mais elevados são aquelas com maiores percentuais de ações nas mãos do público (TAB. 13).

Tabela 13: Teste de médias do *free-float* das ações em função do nível de dividendos distribuídos

Categoria	Variável	Teste <i>t</i> de igualdade de médias		Diferença de médias
		<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
<i>Payout</i>	F_FLOAT_TOT	-4,72	0,0000	-5,03
	F_FLOAT_SVT	-2,80	0,0052	-4,47
	F_FLOAT_VT	-6,84	0,0000	-4,93
Rendimento dividendo	F_FLOAT_TOT	-3,04	0,0024	-3,20
	F_FLOAT_SVT	-1,89	0,0583	-2,96
	F_FLOAT_VT	-5,99	0,000	-4,25

Fonte: Resultados da pesquisa

Após esses testes, buscou-se analisar a associação entre a proteção dos investidores minoritários e os níveis de concentração da propriedade das empresas. Estimou-se, então, o capital dos maiores acionistas sobre as variáveis ADR, DIR_VOTO e DIR_ELEG_CA, após controlar o efeito do tamanho da empresa e do seu estágio de crescimento. Os resultados mostraram uma relação inversa e significativa entre a propriedade dos maiores acionistas e as variáveis ADR e DIR_VOTO, robusta às especificações alternativas. Assim, as empresas com negociação em bolsas americanas e, também, aquelas que concedem o direito a voto aos acionistas preferenciais, ainda que não seja integralmente, possuem propriedades menos concentradas em relação às empresas que não apresentam essas características (TAB. 14).

Como discutido anteriormente, é possível que as ações de empresas com maior aceitação dos investidores norte-americanos sejam aquelas de propriedade mais dispersa e que, possivelmente, eles não estejam dispostos a investir em companhias que, em suas percepções, não lhes oferecem segurança suficiente. Quanto ao direito de voto dos preferencialistas, as companhias que concedem essa vantagem são, geralmente, aquelas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança da Bovespa. Nesse caso, essa bolsa exige que as empresas mantenham um capital mais disperso. Por consequência, nas empresas que atribuem esse benefício às preferenciais o capital é menos concentrado.

Testou-se a endogeneidade das três variáveis de proteção dos investidores. A estatística do teste não permite rejeitar a hipótese nula de que esses regressores são exógenos (TAB. 14). Como foram identificados problemas de autocorrelação e de heteroscedasticidade, determinaram-se os modelos (1) a (6) da tabela 14 com a correção cluster da matriz de covariância dos coeficientes. Por fim, estimaram-se esses modelos com a correção dos erros-padrão pelo procedimento de Driscoll e Kraay (1998), sendo obtidos coeficientes significativos nos mesmos níveis daqueles produzidos pela correção cluster.

Tabela 14: Determinantes dos percentuais de capital dos cinco maiores acionistas

Variável	(1) AC1_TOT	(2) AC_S3_TOT	(3) AC_S5_TOT	(4) AC1_TOT	(5) AC_S3_TOT	(6) AC_S5_TOT
ADR	-2,952 (-1,20)	-8,213* (-2,27)	-9,534* (-2,20)	-7,364** (-2,84)	-13,18*** (-3,76)	-14,75*** (-3,53)
DIR_VOTO	-7,254** (-2,77)	-8,523*** (-3,99)	-8,897*** (-4,83)	-10,72*** (-3,76)	-13,13*** (-5,45)	-14,05*** (-6,52)
DIR_ELEG_CA	0,0284 (0,02)	-0,452 (-0,13)	-0,0288 (-0,01)	-4,199*** (-3,35)	-5,529 (-1,95)	-5,488 (-1,82)
logvpap	-1,701 (-1,85)	-2,177* (-2,30)	-2,324* (-2,34)	1,235 (1,35)	1,183 (1,49)	1,187 (1,46)
logvm	0,117 (0,12)	-0,231 (-0,23)	-0,178 (-0,17)	0,619 (0,65)	-0,109 (-0,13)	-0,259 (-0,29)
constante	40,37** (3,18)	61,68*** (4,69)	64,27*** (4,61)	28,05* (2,18)	54,57*** (4,67)	59,57*** (4,93)
<i>Dummies</i> temporais	não	não	não	sim	sim	sim
r2_w	0,0216	0,0335	0,0365	0,105	0,158	0,174
r2_b	0,0177	0,0396	0,0493	0,00258	0,0145	0,0184
F	3,768	6,630	8,154	3,530	6,216	7,794
N	1423	1423	1423	1423	1423	1423
Teste de Hausman (<i>p</i>)	0,0000	0,0031	0,0339	0,0005	0,0000	0,0000
Teste de Heteroscedasticidade de Baum (2001)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de autocorrelação de Wooldridge (2002)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de endogeneidade (<i>p</i>)	0,4401	0,2396	0,2898	0,9891	0,8592	0,8070

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Hausman indicam a preferência do modelo de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores *p* do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores *p* do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não permitem rejeitar a hipótese de que a variável ADR seja exógena. Esse teste produziu resultados semelhantes para as variáveis DIR_VOTO e DIR_ELEG_CA, indicando a exogeneidade. As variáveis binárias temporais se mostraram, conjuntamente, significativas e foram excluídas desta tabela. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

No item a seguir, será analisada a dimensão da governança referente aos incentivos oferecidos aos administradores.

6.1.3 Incentivos aos administradores (remuneração)

6.1.3.1 Estatísticas descritivas

A análise dos incentivos aos administradores revelou que a maior parte das empresas se vale de planos de participação dos administradores nos lucros, sendo o percentual superior a 50% em todos os anos do período estudado. Ao contrário, os planos de opções de compra para administradores são raros e apenas um número muito pequeno dentre as empresas analisadas oferece esse tipo de benefício.

Os dados indicam que a remuneração anual média de todos os administradores é de 3.999,44 e que a remuneração em relação ao número total de membros da equipe dirigente é de 354,59. A remuneração total média, que compreende os valores da participação dos administradores nos lucros, é de 4.617,90, sendo os valores expressos em mil reais (TAB. 15).

Tabela 15: Estatísticas descritivas das variáveis de remuneração dos administradores

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana
REMUNERAÇÃO	3993,44	7358,95	1846,50
REMUNERAÇÃO/NUM_ADM	354,59	640,68	194,44
VAR_REM	468,77	3509,47	60,00
VAR_REM/NUM_ADM	37,26	295,24	6,46
REM_TOTAL	4617,90	5932,57	2880,00

Fonte: Resultados da pesquisa

Os testes de médias sugerem que a variação na remuneração e a remuneração no nível são significativamente maiores nas empresas em que há separação das funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração e, também, nas empresas com administradores independentes em seus Conselhos (TAB. 16), sendo a remuneração representada pelo seu logaritmo natural. Esses resultados sugerem que os Conselhos mais eficientes, sob os critérios de eficiência da teoria da agência, incentivam mais os administradores pela via da maior remuneração. Ou seja, há indícios de influência da composição dos Conselhos sobre a compensação dos dirigentes.

Tabela 16: Teste de médias da remuneração dos administradores, segundo variáveis de eficiência dos Conselhos de Administração

Categoria	Variável	Teste <i>t</i> de igualdade de médias		Diferença de médias
		<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
SEPAR	VAR_REM	-2,0529	0,0403	-399,70
	logremu	-5,0707	0,0000	-0,3523
	logremtotal	-5,1235	0,0000	-0,3833
PINDEP	VAR_REM	-1,9969	0,0460	-362,78
	logremu	-6,9496	0,0000	-0,4716
	logremtotal	-3,0502	0,0024	-0,2192

Fonte: Resultados da pesquisa

Verificou-se também que o peso dos conselheiros independentes é significativamente maior nas empresas que mantêm ativo um programa de participação dos administradores nos lucros. Similarmente, os investidores institucionais têm maior poder de voto e maior participação no capital das empresas com esse tipo de incentivo. Ao contrário, a propriedade e o controle são menos concentrados nas empresas com participação nos lucros (TAB. 17).

Esses resultados sugerem uma menor necessidade de recorrer-se a programas de participação nos lucros quando as companhias se caracterizam por forte concentração do capital, possivelmente porque nessas circunstâncias os majoritários têm elevado controle sobre os dirigentes. Há, ainda, evidências de que a implementação de programas de participação dos administradores nos lucros seja associada ao percentual mais pronunciado de instituições no capital das empresas.

Tabela 17: Teste de médias dos percentuais de conselheiros independentes e da natureza da propriedade e do controle, segundo participação dos administradores nos lucros

Categoria	Variável	Teste <i>t</i> de igualdade de médias		Diferença de médias
		<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
PART_LUCRO	INDEP	-4,4885	0,0000	-4,2070
	AC_S5_VT	6,4745	0,0000	4,7150
	AC_S5_TOT	9,7183	0,0000	10,162
	AC_INST_VT	-4,3545	0,0000	-2,7178
	AC_INST_TOT	-3,2037	0,0014	-1,7749

Fonte: Resultados da pesquisa

Além desses testes de hipóteses, foram realizadas regressões em painel para analisar o relacionamento entre as variáveis representativas dos incentivos e alguns dos indicadores de eficiência do Conselho de Administração, variáveis de concentração da propriedade e do controle e características específicas das empresas.

6.1.3.2 Determinantes dos incentivos aos administradores (remuneração)

Quanto aos incentivos na forma de programas de participação nos lucros e de opções de compra, não se observaram relações significativas com as variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade. Dados os resultados dos testes de hipóteses apresentados na tabela 17, esperava-se que a probabilidade de as empresas lançarem mão do mecanismo de incentivo na forma de participação dos administradores nos lucros fosse mais elevada nas empresas em que os conselheiros independentes são mais numerosos e naquelas com maior peso de instituições no capital. Esperava-se, também, que as empresas com capital menos concentrado se valessem mais desse tipo de incentivo. Não obstante, as estimativas obtidas na análise de dados em painel não corroboraram os testes de hipóteses, não sendo observadas associações significativas entre as variáveis. Posto isso, omitiram-se os resultados desses modelos.

Quanto à variação na remuneração anual paga a todos os administradores, os modelos apresentados na tabela 18 sugerem um relacionamento positivo e significativo com o percentual de conselheiros independentes e com o tamanho da empresa, robusto às diversas especificações. As demais variáveis de governança e características específicas das empresas não se mostraram significativas (TAB. 18). Destarte, os dados sugerem que o nível de independência dos Conselhos de Administração influencia a remuneração dos dirigentes. Ou seja, sendo esses conselheiros mais numerosos, eles, possivelmente, incentivam a adoção de uma remuneração mais incentivadora.

A partir dos resultados dos modelos apresentados na tabela 18, não se tem nenhum indício de que as variações na remuneração sejam associadas ao tamanho do Conselho e à separação das funções de CEO e de presidente desse órgão e tampouco à estrutura de propriedade. O modelo (2) sugere uma relação negativa e significativa entre o percentual de capital votante dos cinco maiores acionistas e a variação na remuneração. Todavia, o modelo (1), que utiliza o capital votante apenas do primeiro acionista, não confirmou esse relacionamento. Além disso, o poder explicativo dos modelos apresentados nesta tabela é muito baixo, indicando que outros fatores devem explicar as variações na remuneração dos administradores.

Tabela 18: Determinantes da variação nos níveis de remuneração dos administradores

Variável	(1) VAR_REM	(2) VAR_REM	(3) VAR_REM	(4) VAR_REM	(5) VAR_REM	(6) VAR_REM
AC1_VT	-4,480 (-1,47)					
AC_INST_VT	-5,066 (-0,69)	-4,020 (-0,53)	-3,520 (-0,45)			-1,905 (-0,47)
INST	12,09 (0,02)	81,39 (0,13)	-93,01 (-0,13)			
EMP	-182,5 (-0,76)	-180,2 (-0,89)	-279,4 (-1,25)			
GOV	-809,8* (-1,98)	-834,4* (-2,27)	-931,4* (-2,31)			
NT_CONTR	-563,0 (-1,41)	-875,9 (-1,88)	-516,0 (-1,27)			
INDEP	6,909* (2,14)	7,004* (2,15)	6,948* (2,14)	7,042* (2,18)	6,803* (2,14)	7,112* (2,21)
SEPAR	181,1 (1,24)	198,4 (1,37)	176,7 (1,19)	165,9 (1,15)	174,0 (1,19)	142,0 (1,00)
TAM_CA	38,46 (1,11)	44,38 (1,32)	45,51 (1,32)	30,39 (0,94)	36,24 (1,09)	32,15 (0,96)
logvm	187,0** (2,66)	167,7* (2,41)	186,6** (2,62)	161,1* (2,39)	153,8* (2,31)	157,1* (2,30)
logvpap	80,70 (1,07)	82,04 (1,08)	81,76 (1,08)	19,56 (0,27)	15,83 (0,21)	24,90 (0,33)
AC_S5_VT		-11,47* (-1,98)				
CAPVOT_CAPTOT			-2,828 (-0,73)			-3,818 (-1,03)
AC1_TOT				-4,343 (-1,68)		
AC_INST_TOT				-8,285 (-1,51)	-6,490 (-1,15)	
AC_S5_TOT					-4,931 (-1,70)	
constante	-2044,4* (-2,27)	-1156,3 (-1,18)	-2222,2* (-2,42)	-1902,5* (-2,40)	-1734,7* (-2,29)	-1986,5* (-2,34)
r2_a	0,00756	0,00914	0,00700	0,00891	0,00917	0,00802
F	1,808	1,485	2,006	2,205	2,221	2,890
N	1287	1287	1287	1289	1289	1289
Teste de Heteroscedasticidade - <i>Breusch-Pagan</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de autocorrelação de Arellano e Bond – abar (<i>p values</i>)	0,4614	0,4620	0,4620	0,4697	0,4703	0,4715
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,4780	0,2481	0,3708	0,2276	0,1475	0,4258

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são *pooled OLS*, visto que os efeitos específicos não se mostraram significativos. Os valores *p* do teste de autocorrelação de Arellano e Bond (1991), implementado no Stata por meio do comando *abar*, não permitem rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação. Os valores *p* do teste de heteroscedasticidade de Breusch e Pagan rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas. E os valores *p* do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não rejeitam a hipótese de que as variáveis do Conselho e da estrutura de propriedade e controle sejam exógenas. Os erros-padrão dos modelos desta tabela são robustos à heteroscedasticidade.

As estimativas dos modelos em que se utilizou a remuneração dos administradores no nível, representada pelo logaritmo neperiano do valor anual total recebido em dinheiro, sugerem uma influência positiva e significativa do tamanho da empresa e uma associação inversa com a propriedade dos investidores institucionais (TAB. 19). Assim, possivelmente, uma maior influência desse tipo de investidor pode contribuir para que o nível da remuneração dos dirigentes seja menos elevado.

Esses resultados sugerem que nas empresas de maior tamanho, em que o nível de remuneração é, geralmente, mais elevado, conforme revelado pelas estimativas dos modelos apresentados nesta tabela, os investidores institucionais emprenderiam maior pressão quanto à magnitude dos pagamentos aos dirigentes, haja vista a sua maior participação no capital e o conseqüente interesse no retorno do seu investimento. Essas evidências corroboram a hipótese de que as instituições exercem um importante papel de monitoramento e estão em conformidade com os resultados observados por Hartzell e Starks (2003).

Enfim, testou-se a endogeneidade das variáveis de concentração do capital e do controle e, também, as relativas ao Conselho de Administração. Nenhuma delas apresentou esse tipo de problema. Foram detectadas, no entanto, tanto a heteroscedasticidade quanto a autocorrelação dos resíduos. Posto isso, estimaram-se os modelos com a correção cluster da matriz de variância dos coeficientes, resultados apresentados na TAB. 19. Além disso, obtiveram-se os erros-padrão mediante procedimento de Driscoll e Kraay (1998). Nesse caso, não se observaram mudanças relevantes na significância dos coeficientes. Ou seja, os resultados foram semelhantes aos obtidos pelo método *cluster-robust*.

Tabela 19: Determinantes do nível de remuneração total dos administradores

Variável	(1) logremu	(2) logremu	(3) logremu	(4) logremu	(5) logremu	(6) logremu
AC1_VT	0,00000836 (0,00)					
AC_INST_VT	-0,00694 (-1,36)	-0,00700 (-1,37)	-0,00692 (-1,39)			
INDEP	-0,000359 (-0,13)	-0,000301 (-0,11)	-0,000267 (-0,10)	-0,000432 (-0,16)	-0,000418 (-0,15)	-0,000334 (-0,12)
SEPAR	0,0419 (0,54)	0,0411 (0,53)	0,0454 (0,57)	0,0619 (0,81)	0,0596 (0,78)	0,0627 (0,82)
TAM_CA	-0,0188 (-0,66)	-0,0196 (-0,70)	-0,0182 (-0,65)	-0,0151 (-0,53)	-0,0170 (-0,60)	-0,0162 (-0,58)
logvm	0,148* (2,34)	0,147* (2,28)	0,148* (2,35)	0,140* (2,18)	0,140* (2,14)	0,141* (2,20)
logvpap	0,0611 (1,11)	0,0616 (1,12)	0,0595 (1,09)	0,0580 (1,07)	0,0602 (1,10)	0,0586 (1,07)
AC_S5_VT		-0,00195 (-0,44)				
CAPVOT_CAPTOT			-0,00453 (-1,11)			-0,00425 (-1,06)
AC1_TOT				0,00171 (0,68)		
AC_INST_TOT				-0,0153** (-3,19)	-0,0155** (-3,23)	-0,0154** (-3,23)
AC_S5_TOT					-0,000274 (-0,10)	
constante	5,292*** (5,48)	5,471*** (4,86)	5,368*** (5,91)	5,339*** (5,48)	5,420*** (5,32)	5,470*** (5,94)
Dummies temporais	sim	sim	sim	sim	sim	sim
r2_w	0,279	0,279	0,281	0,291	0,291	0,292
r2_b	0,114	0,118	0,105	0,0775	0,0890	0,0825
F	8,761	8,724	8,477	9,159	9,101	9,200
N	1478	1478	1478	1478	1478	1478
Teste Sargan-Hansen (<i>p value</i>)	0,0003	0,0003	0,0002	0,0000	0,0000	0,0000
Teste Heteroscedasticidade de Baum (2001) – <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste Autocorrelação de Wooldridge (2002) - <i>p values</i>	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Teste de endogeneidade (<i>p</i>)	0,3395	0,3988	0,2424	0,1459	0,1245	0,1623

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Sargan-Hansen indicam a preferência do modelo de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores *p* do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores *p* do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não rejeitam a hipótese nula de que as variáveis do Conselho e da estrutura de capital sejam exógenas. As variáveis binárias temporais são, conjuntamente, significativas e foram excluídas da tabela. Os erros-padrão dos modelos são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

No próximo item, analisam-se as variáveis de proteção dos acionistas minoritários e suas conexões com indicadores financeiros das empresas.

6.1.4 Proteção dos acionistas minoritários

6.1.4.1 Análise das vantagens econômicas atribuídas às ações preferenciais

Inicialmente, realizou-se a análise de variância. Os seus resultados mostraram que as seis categorias constituídas em função dos benefícios do art. 17 da Lei 6.404/76 que são atribuídos às ações preferenciais diferem significativamente em termos de liquidez da ação, independente da *proxy* utilizada para representá-la, da cotação na bolsa e do índice valor patrimonial por ação/preço (VPA/P) (TAB. 20).

Esses resultados sugerem que o comportamento da ação em bolsa em termos de preço e de liquidez varia de acordo com os benefícios a elas associados. Similarmente, o estágio de crescimento das empresas, refletido por baixos ou elevados valores do índice *book-to-market*, difere entre os grupos constituídos a partir das vantagens concedidas aos preferencialistas.

Tabela 20: Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função das vantagens econômicas atribuídas às suas ações preferenciais

Variável	F	Sig.
liqbol	14,551	0,000
logvol	12,965	0,000
logqneg	12,330	0,000
logpreço	8,559	0,000
logvpap	23,720	0,000

Fonte: Resultados da pesquisa

As estatísticas descritivas mostraram que, em geral, as médias de liquidez e de cotação em bolsa são mais elevadas para o grupo de empresas que oferecem o conjunto de vantagens *tag along* e dividendo superior em 10% ao das ordinárias. Possivelmente, as ações com esses benefícios são mais atrativas aos investidores, haja vista o maior nível de transação na bolsa, em termos tanto de quantidade de negócios quanto de volume financeiro, e a maior disposição dos investidores em pagar um preço mais elevado por essas ações. Verificou-se, também, que as companhias em crescimento, que apresentam os menores valores médios do índice *book-to-market* (logvpap), fazem parte do grupo que concede as vantagens supracitadas (TAB. 21).

Tabela 21: Estatísticas descritivas de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função dos benefícios atribuídos às ações preferenciais

Variável	Benefícios das preferenciais	N	Média	Desvio padrão	Min.	Máx.
liqbol	Div 10% Superior (1)	704	0,18	0,54	0,00	6,11
	DMF (2)	959	0,40	1,24	0,00	11,25
	Div 10% Sup e DMF (3)	54	0,29	0,73	0,00	3,11
	Tag Along (4)	80	0,23	0,46	0,00	2,76
	Tag Along e Div 10% Sup (5)	14	2,13	1,35	0,41	5,10
	Tag Along e DMF (6)	39	0,61	1,02	0,00	3,66
logvol	Div 10% Superior (1)	665	16,10	3,23	6,40	23,69
	DMF (2)	921	15,80	4,14	0,00	24,97
	Div 10% Sup e DMF (3)	54	15,74	3,36	8,81	22,62
	Tag Along (4)	70	17,96	3,54	7,28	22,99
	Tag Along e Div 10% Sup (5)	14	22,13	1,08	19,71	23,80
	Tag Along e DMF (6)	38	17,41	3,66	11,92	23,46
logqneg	Div 10% Superior (1)	665	7,00	2,42	0,00	12,79
	DMF (2)	921	7,28	2,61	0,00	13,90
	Div 10% Sup e DMF (3)	54	7,12	2,39	4,36	12,26
	Tag Along (4)	70	8,10	2,67	1,39	12,62
	Tag Along e Div 10% Sup (5)	14	11,76	0,60	10,54	12,89
	Tag Along e DMF (6)	38	7,88	2,78	3,33	12,63
logpreço	Div 10% Superior (1)	655	-0,05	3,27	-10,26	6,55
	DMF (2)	915	0,01	3,25	-10,58	6,34
	Div 10% Sup e DMF (3)	54	-1,46	4,44	-9,43	3,69
	Tag Along (4)	70	1,81	2,26	-5,42	4,25
	Tag Along e Div 10% Sup (5)	14	2,85	0,66	1,72	3,91
	Tag Along e DMF (6)	38	0,16	3,94	-6,85	5,51
logvpap	Div 10% Superior (1)	598	0,11	0,94	-4,47	3,01
	DMF (2)	792	0,39	0,96	-3,63	4,10
	Div 10% Sup e DMF (3)	44	0,09	0,89	-2,15	1,66
	Tag Along (4)	70	-0,56	0,85	-3,28	1,08
	Tag Along e Div 10% Sup (5)	12	-1,06	0,59	-2,09	-0,33
	Tag Along e DMF (6)	38	-0,35	0,76	-1,93	1,10

Fonte: Resultados da pesquisa

Em seguida, verificaram-se quais são os pares de médias que se diferem em termos de liquidez, cotação e VPA/P, sendo conduzidos os testes de comparação múltipla. A partir dessas análises, pode-se dizer que a liquidez em bolsa das ações preferenciais que oferecem, conjuntamente, os benefícios *tag along* e dividendo 10% superior ao das ordinárias é estatisticamente maior em relação à dos demais grupos. Resultados semelhantes foram observados com relação aos indicadores quantidade de negócios com a ação e volume de negociação em dinheiro. A junção desses dois benefícios parece ser, portanto, apreciada pelos investidores.

Similarmente, a cotação média das ações com o conjunto de vantagens *tag along* e dividendo 10% superior ao das ordinárias é significativamente maior em relação à dos demais grupos. Essas estatísticas sugerem que os investidores estão dispostos a pagar um preço mais alto pelas ações que proporcionam essas duas vantagens. O seu preço médio superior pode ser um indicativo de que há maior procura por esse tipo de título. Conforme analisado, a negociação das ações com essas duas características é mais elevada, haja vista os níveis superiores dos indicadores de liquidez, o que justificaria o seu maior preço.

Além disso, o preço das ações com apenas *tag along* é significativamente maior se comparado ao das ações com as vantagens dividendo 10% superior ao das ordinárias, dividendo mínimo ou fixo e a combinação desses dois benefícios, sugerindo que os investidores a consideram uma vantagem real.

O valor patrimonial por ação/preço médio das companhias com o conjunto de benefícios *tag along* e dividendo 10% superior ao das ordinárias é significativamente menor em relação ao dos demais grupos, com exceção daquele que oferece apenas o *tag along*. As companhias que atribuem apenas esse benefício às ações preferenciais possuem VPA/P médio significativamente menor em relação aos dos grupos que oferecem as vantagens: dividendo 10% superior, dividendo mínimo ou fixo e a combinação desses dois itens. Ademais, as ações preferenciais com direito apenas a dividendos superiores apresentam valores médios significativamente menores para o índice VPA/P do que aquelas que concedem o dividendo fixo ou mínimo. Esses resultados sugerem que as empresas em estágio de crescimento, as quais se caracterizam por baixos valores contábeis em relação ao seu valor de mercado, tendem a escolher os benefícios *tag along* e dividendo diferenciado, seja de forma conjunta ou isolada.

As análises apresentadas nesta seção oferecem, em parte, suporte às argumentações de Sousa (2003) de que o dividendo diferenciado representa um benefício mais significativo para os acionistas preferenciais. Os resultados sugerem que os investidores apreciam mais a combinação do dividendo diferenciado com o direito de incluir suas ações na oferta pública de alienação do controle. Essa última vantagem mostrou-se importante para os investidores, contrariando parte dos argumentos desse autor.

Finalmente, os resultados dos testes “t” mostraram que, em geral, as companhias que oferecem aos acionistas preferenciais a prioridade no reembolso do capital em caso de

liquidação apresentam uma liquidez média significativamente maior em relação às demais. Porém, o índice liqbol, que mede a liquidez da ação em relação a todas as ações negociadas na bolsa, não se mostrou significativo. Quanto ao preço, não se observaram diferenças significativas entre os dois grupos. E, o indicador VPA/P médio mostrou-se significativamente menor para as companhias que oferecem esse benefício. Apesar dos resultados revelarem, em geral, maior liquidez média das ações preferenciais com prioridade no reembolso do capital, eles sugerem que os investidores não estão dispostos a pagar um preço mais alto por essas ações (TAB. 22).

Tabela 22: Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função da prioridade no reembolso de capital

Variável	Teste t de Igualdade de Médias		Diferença de médias
	t	Sig	
liqbol	-0,313	0,754	-0,0189
logvol	-3,428	0,000	-0,8085
logqneg	-3,769	0,000	-0,5991
logpreço	-0,143	0,885	-0,0272
logvpap	2,468	0,013	0,1577

Fonte: Resultados da pesquisa

6.1.4.2 Análise das vantagens políticas atribuídas às ações preferenciais

Os resultados revelaram que a liquidez e a cotação média das ações são significativamente maiores para as empresas que concedem o direito de voto, pleno ou restrito, às ações preferenciais. Além disso, o VPA/P médio é significativamente menor, sugerindo que as empresas em crescimento são aquelas que tendem a conceder essa vantagem aos preferencialistas (TAB. 23).

Os resultados desses testes sugerem que os investidores negociam mais com os títulos que concedem o direito a voto, aceitando pagar um preço mais alto por eles. Ou seja, essas evidências indicam que esse benefício tem um valor no mercado. Essa parece ser, portanto, uma vantagem apreciada pelos investidores de ações preferenciais, o que se reflete nos níveis de liquidez e preço desses títulos. Dessa forma, corrobora-se a hipótese de Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1998) de que o direito de voto atrelado ao título é relevante.

Tabela 23: Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das Companhias, em função do direito de voto

Variável	Teste t de Igualdade de médias		Diferenças de médias
	<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
liqbol	-6,277	0,000	-0,8494
logvol	-19,018	0,000	-4,1063
logqneg	-21,096	0,000	-3,1433
logpreço	-6,477	0,000	-1,6546
logvpap	11,431	0,000	0,6918

Fonte: Resultados da pesquisa

A cotação média das ações de companhias que oferecem aos acionistas preferenciais o direito de eleger pelo menos um dos membros do Conselho de Administração não se mostrou significativamente diferente em relação à das demais. Quanto à liquidez, verificou-se que o grupo com essa vantagem política apresenta valores significativamente maiores, porém apenas quando se utilizam os indicadores “volume” e “quantidade de negócios”. O VPA/P médio das empresas que concedem esse benefício é significativamente menor em comparação ao das restantes, indicando que as empresas em crescimento tendem a beneficiar os seus acionistas preferenciais com essa vantagem política (TAB. 24).

Os dados sugerem que, em geral, essa vantagem atribuída à ação preferencial não é percebida como atrativa pelos investidores, sendo seus níveis de liquidez em bolsa e preço estatisticamente iguais aos daquelas que não a oferecem. Possivelmente, os investidores preferencialistas não consideram vantajosa a manutenção de representantes nos Conselhos de Administração das empresas analisadas. Uma explicação para esse resultado pode ser o domínio que os acionistas controladores exercem sobre os Conselhos no Brasil, conforme observado por Dutra e Saito (2002) e, também, nesta pesquisa. Nesse caso, a eleição de um membro do Conselho de Administração pode não ser relevante, já que a maior parte dos conselheiros representa os controladores, sendo eleita por eles.

Tabela 24: Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função do direito de eleger membros do Conselho de Administração

Variável	Teste t de igualdade de médias		Diferenças de médias
	<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
liqbol	-1,344	0,178	-0,1596
logvol	-7,322	0,000	-2,4745
logqneg	-4,668	0,000	-1,4446
logpreço	-0,884	0,379	-0,3993
logvpap	3,646	0,000	0,2643

Fonte: Resultados da pesquisa

6.1.4.3 Análise dos indicadores de mercado das empresas segundo a negociação de ADRs em bolsas norte-americanas

Os testes de comparação de médias mostraram que a liquidez e a cotação média das ações no mercado doméstico são significativamente maiores para as companhias cujas ações são negociadas em bolsas norte-americanas. Além disso, o índice VPA/P médio dessas empresas é estatisticamente menor em relação ao das demais, sugerindo que companhias em crescimento tendem a introduzir suas ações em mercados com proteção mais ampla dos investidores (TAB. 25).

Esses resultados sugerem que os investidores percebem e valorizam a proteção superior fornecida pelas companhias com ADRs. A hipótese de comprometimento de Coffee (1999, 2002) e Stulz (1999) parece aplicar-se ao caso brasileiro, uma vez que os níveis de liquidez e cotação mostraram-se superiores para as ações de companhias com ADRs, indicando que eles demandam mais esses títulos e aceitam pagar um preço mais alto. A evidência de que as companhias com maiores oportunidades de crescimento são aquelas que negociam ações nas bolsas norte-americanas também contribui para a confirmação da hipótese desses autores.

Tabela 25: Teste de médias de liquidez, cotação e VPA/P das companhias, em função da negociação nas bolsas norte-americanas

Variável	Teste t de igualdade de médias		Diferenças de médias
	t	Sig.	
liqbol	-11,360	0,000	-1,3853
logvol	-33,359	0,000	-5,1853
logqneg	-37,119	0,000	-3,8253
logpreço	-11,524	0,000	-2,3045
logvpap	12,544	0,000	0,6701

Fonte: Resultados da pesquisa

No próximo item, serão examinados os resultados dos determinantes da qualidade das informações publicadas e da frequência de divulgação de informações.

6.1.5 Transparência das informações publicadas

6.1.5.1 Determinantes da transparência das informações contábeis

Pretendeu-se aqui identificar as características específicas das firmas que determinam o nível de transparência das informações publicadas. As estatísticas descritivas do indicador de transparência contábil (*earnings management*) e das variáveis que o compõem, consideradas isoladamente, estão apresentadas na tabela 26. A média do índice de transparência encontrada foi 58,69%, valor próximo ao observado por Fernandes e Ferreira (2007) para o Brasil (51,54%). Verifica-se um extenso intervalo entre os valores mínimo e máximo dessa medida, o que pode ser um indicio de que o nível de *earnings management* divirja consideravelmente entre as companhias analisadas (TAB. 26).

Tabela 26: Estatísticas descritivas das variáveis de transparência contábil

Variável	N	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
INDICE_TRANSP	220	58,69	9,93	60,85	9,82	96,20
TRANSP1	220	0,87	0,49	0,83	0,05	5,59
TRANSP2	220	-0,60	0,42	-0,72	-0,99	0,99
TRANSP3	220	0,66	0,59	0,50	0,05	5,76

Fonte: Resultados da pesquisa

As estimativas do modelo (1) da TAB. 27 mostram que somente a variação percentual na receita bruta anual e a dependência em relação a recursos externos apresentam coeficientes estatisticamente significativos. Conforme esperado, a associação entre o índice de transparência (*earnings management*) e a variação na receita bruta revelou-se negativa, sugerindo que quanto maiores são as oportunidades de crescimento da firma menor é o nível de *earnings management*. Não obstante, a magnitude do coeficiente dessa variável é bastante reduzida e, por conseqüência, a sua influência é praticamente nula. Verificou-se, também, um relacionamento inverso entre a dependência de recursos externos e o índice de *earnings management*, conforme esperado. Esses resultados são conformes aos de Fernandes e Ferreira (2007), em termos tanto de significância quanto do sentido do efeito. Diferentemente desse estudo, as variáveis de concentração da propriedade (*free-float*), tamanho da empresa e disponível não se mostraram estatisticamente diferentes de zero (TAB. 27).

Os testes das hipóteses do modelo de regressão linear múltipla indicaram alguns problemas. As estimativas apresentadas na tabela 27 foram, então, obtidas com a correção da heteroscedasticidade pelo método *cluster-robust*, em que os clusters são os setores de atividade. O teste de especificação RESET de Ramsey mostrou que os modelos (1) a (5) não estão corretamente especificados. O teste de colinearidade entre as variáveis independentes sugeriu que não há indícios de correlação entre elas. Enfim, o teste de endogeneidade das variáveis F_FLOAT_TOT e ADR não permitiu rejeitar a hipótese nula de que elas sejam exógenas.

A introdução dos indicadores *valor patrimonial por ação/preço*, *alavancagem financeira* e *retorno sobre o investimento* como fatores de controle, os quais estão representados pelo modelo (2), mostrou que apenas a alavancagem financeira é estatisticamente significativa. Não obstante, o teste de especificação RESET de Ramsey sugeriu a incorreta especificação deste modelo. Introduziu-se, então, a variável *retorno sobre o investimento* elevado ao expoente 2. Os resultados desse teste indicaram correta especificação. Conseqüentemente, o

relacionamento entre o indicador de *earnings management* e o *retorno sobre o investimento* parece ser não-linear.

Enfim, a introdução da variável ADR como fator explicativo da transparência no modelo original (1) e a conseqüente estimação do modelo (3) mostraram que essa variável não é estatisticamente diferente de zero. Estimou-se, então, o modelo (4) com a introdução da variável ADR, porém não foi observada associação significativa com o índice de transparência. Este modelo mostrou-se corretamente especificado, segundo teste RESET de Ramsey (TAB. 27).

Tabela 27: Determinantes do indicador de transparência contábil
(*earnings management*)

Variável	(1) índice_transp	(2) índice_transp	(3) índice_transp	(4) índice_transp	(5) índice_transp
recbruta	-0,00000130*** (-14,80)	-0,00000153*** (-30,17)	-0,00000153*** (-34,97)	-0,00000128*** (-16,99)	-0,00000151*** (-29,50)
extfin	-0,00128* (-2,77)	-0,00100** (-3,09)	-0,00107** (-3,52)	-0,00130* (-2,78)	-0,00112** (-3,28)
logat	0,559 (0,93)	0,521 (0,56)	0,275 (0,34)	0,484 (0,70)	0,197 (0,21)
logdisp	-0,403 (-0,34)	-0,905 (-0,83)	-0,651 (-0,60)	-0,426 (-0,36)	-0,655 (-0,60)
F_FLOAT_TOT	0,00220 (0,08)	-0,00579 (-0,19)	-0,00465 (-0,16)	-0,000425 (-0,02)	-0,00796 (-0,27)
logvpap		-0,785 (-0,64)	-1,536 (-1,26)		-1,410 (-1,12)
alavfin		0,00295*** (4,97)	0,00259*** (4,81)		0,00260*** (4,77)
roi		0,0171 (0,19)	-0,154 (-1,62)		-0,153 (-1,58)
roi2			-0,0121* (-2,14)		-0,0120 (-2,10)
ADR				0,873 (0,52)	0,935 (0,51)
constante	51,69*** (5,53)	53,06** (3,67)	57,19*** (4,59)	52,85*** (4,93)	58,34*** (4,08)
Dummies setoriais	sim	sim	sim	sim	sim
r2_a	0,103	0,143	0,174	0,0994	0,170
N	218	197	197	218	197
Teste Het. Breusch-Pagan - p	0,0013	0,0002	0,0000	0,0008	0,0000
Teste RESET de Ramsey - p	0,0003	0,0010	0,0907	0,0028	0,1548
Teste de endogeneidade - p	0,3901	0,8174	0,6506	0,6334	0,3650

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas "t". Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são OLS *cross-section*. Os valores p do teste de Breusch-Pagan rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas. Os valores p do teste de endogeneidade não permitem rejeitar a hipótese nula de que as variáveis de governança, F_FLOAT_TOT e ADR, sejam exógenas. Os coeficientes das variáveis binárias indicativas dos setores de atividade são conjuntamente significativos. Eles foram omitidos desta tabela. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo os clusters setores.

6.1.5.2 Determinantes da transparência dos lucros publicados (medida de mercado)

Os testes de médias mostraram que a variável TRANSP4 é significativamente menor no grupo de empresas que possuem ADRs em bolsas norte-americanas (estatística “t” igual a 5,65 com valor p 0,000) e, também, naquele em que as empresas conferem aos acionistas preferenciais a vantagem do voto (estatística “t” igual a 5,80 com valor p 0,000). Esses resultados sugerem, assim, uma associação positiva entre a proteção dos acionistas minoritários e o nível de transparência dos lucros publicados. Ou seja, tem-se um indício de menor assimetria de informações entre investidores internos e externos nas empresas que, voluntariamente, oferecem proteção mais ampla aos minoritários.

Os resultados da análise dos determinantes da transparência dos lucros publicados, representada por TRANSP4, sugerem que as informações são de melhor qualidade nas empresas de maior tamanho. As estimativas dos modelos (1) e (2) da TAB. 28 revelaram, ainda, um relacionamento positivo e significativo com a propriedade dos três maiores acionistas. Dessa forma, quanto maior a concentração de propriedade nas mãos dos maiores acionistas, menor o nível de transparência dos lucros publicados, posto que elevados valores de TRANSP4 são indicativos de menor correlação entre os lucros contábeis e a rentabilidade de mercado das ações. Entretanto, a magnitude dos coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade é bastante reduzida e, por consequência, a sua influência sobre a transparência não é expressiva.

Esperava-se que a participação de instituições nas empresas incentivasse a melhoria das informações publicadas, mas os modelos (1) a (3) da TAB. 28 sugerem que não há um efeito dessa variável sobre TRANSP4. Outrossim, esperava-se que o Conselho sendo de melhor qualidade o controle sobre as informações divulgadas fosse mais estreito e, por conseguinte, maior a transparência. Porém, os relacionamentos entre as variáveis não se mostraram significativos. Em suma, os dados sugerem que não há uma associação significativa entre o nível de transparência dos lucros publicados e os indicadores de eficiência do Conselho e o peso da participação de instituições no capital das empresas (TAB. 28).

Tabela 28: Determinantes da transparência dos lucros publicados TRANSP4

Variável	(1) TRANSP4	(2) TRANSP4	(3) TRANSP4
AC_INST_TOT	0,000322 (0,73)	0,000106 (0,25)	-0,00000143 (-0,00)
AC1_TOT	0,000838** (2,94)		
INDEP	0,000617 (0,77)	0,000663 (0,84)	0,000643 (0,81)
SEPAR	-0,0214 (-1,44)	-0,0222 (-1,53)	-0,0225 (-1,58)
TAM_CA	-0,00262 (-0,81)	-0,00340 (-1,06)	-0,00355 (-1,12)
ADR	0,00315 (0,24)	0,00442 (0,34)	0,00151 (0,12)
recbruta	0,0000384 (0,25)	0,0000508 (0,34)	0,0000504 (0,34)
extfin	-0,0000111 (-0,75)	-0,0000122 (-0,86)	-0,0000122 (-0,87)
logdisp	-0,00569 (-1,33)	-0,00513 (-1,13)	-0,00538 (-1,17)
logdbrpl	-0,00571 (-1,70)	-0,00571 (-1,71)	-0,00594 (-1,78)
logvm	-0,0106** (-2,63)	-0,00997* (-2,52)	-0,00932* (-2,35)
logvpap	-0,00829 (-0,96)	-0,00824 (-0,95)	-0,00774 (-0,90)
AC_S3_TOT		0,000736* (2,29)	
AC_S5_TOT			0,000612 (1,78)
constante	0,340*** (6,01)	0,331*** (5,63)	0,330*** (5,40)
r2	0,0798	0,0788	0,0777
r2_a	0,0647	0,0637	0,0626
F	14,90	15,02	14,58
N	1301	1301	1301
<i>Dummies</i> temporais	sim	sim	sim
Teste de Heterosc. de <i>Breusch-Pagan</i>	0,000	0,000	0,000
Teste de autocor. Arellano-Bond – <i>p</i>	0,1658	0,1703	0,1597
Teste RESET de Ramsey	0,3678	0,4197	0,5007
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,5761	0,2612	0,1904

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são *pooled OLS*, porque os efeitos específicos não se mostraram significativos. Os valores p do teste de autocorrelação de Arellano e Bond (1991) não rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação. Os valores p do teste de heteroscedasticidade de Breusch-Pagan rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas. Os valores p do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não rejeitam a hipótese de exogeneidade das variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade. As variáveis binárias temporais mostraram-se significativas; elas foram omitidas desta tabela. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (as empresas) os clusters.

6.1.5.3 Determinantes da comunicação financeira: frequência de divulgação

Os resultados dos testes de média revelaram que TRANSP5 é significativamente maior no grupo de empresas que negociam ADRs em bolsas norte-americanas (estatística “t” igual a - 8,63, com valor p 0,000) e, também, no grupo de companhias que oferecem aos preferencialistas a vantagem do voto, seja de forma plena ou restrita (estatística “t” igual a - 5,38, com valor p 0,000). Dessa forma, têm-se indícios de que as empresas que divulgam informações com maior frequência são aquelas que oferecem, voluntariamente, maior proteção aos acionistas minoritários. Isto é, os investidores das empresas com essas características têm acesso a mais informações.

Na análise do relacionamento entre a quantidade de informações divulgadas e as variáveis de estrutura de propriedade, do Conselho de Administração e características específicas das empresas, observaram-se associações positivas e significativas com ADR, tamanho da empresa, dependência de recursos externos, disponível (caixa) e oportunidades de crescimento. Não se observou influência das variáveis do Conselho e da estrutura de propriedade sobre a frequência da comunicação financeira (TAB. 29).

Essas evidências sugerem que a frequência com que a empresa se reporta ao mercado por meio da divulgação de fatos relevantes e comunicações ao mercado – que são, geralmente, informações acerca de negociações com as ações da companhia e avisos aos investidores – é maior quando mantém um programa de ADR em bolsas norte-americanas, o que era de se esperar, haja vista o maior nível de informações requerido dessas empresas. Outrossim, a frequência de divulgação é maior nas empresas de tamanho grande, com elevados valores do índice *book-to-market* e com folga de caixa.

Tabela 29: Determinantes da frequência de comunicação ao mercado

Variável	(1) TRANSP5	(2) TRANSP5	(3) TRANSP5
AC_INST_TOT	-0,0173 (-0,33)	-0,0165 (-0,32)	-0,0119 (-0,23)
AC1_TOT	-0,0675 (-1,91)		
INDEP	0,0190 (0,50)	0,0168 (0,43)	0,0167 (0,43)
SEPAR	-1,619 (-1,62)	-1,541 (-1,59)	-1,506 (-1,58)
TAM_CA	-0,339 (-1,11)	-0,340 (-1,09)	-0,343 (-1,12)
ADR	64,02*** (19,02)	63,35*** (17,30)	63,57*** (17,74)
recbruta	-0,00173 (-0,21)	-0,000932 (-0,12)	-0,00111 (-0,14)
extfin	0,000611*** (3,40)	0,000588** (3,15)	0,000618*** (3,46)
logdisp	0,868* (2,28)	0,775* (2,07)	0,816* (2,17)
logdbrpl	0,314 (0,56)	0,290 (0,52)	0,279 (0,50)
logvm	3,447* (2,53)	3,487* (2,57)	3,489* (2,55)
logvpap	3,397* (2,24)	3,403* (2,28)	3,408* (2,28)
AC_S3_TOT		-0,0585 (-1,58)	
AC_S5_TOT			-0,0448 (-1,43)
constante	-49,27** (-2,70)	-48,93** (-2,72)	-49,65** (-2,71)
<i>Dummies</i> temporais	sim	sim	sim
r2_w	0,434	0,435	0,433
r2_b	0,348	0,350	0,349
F	1231,5	442,2	396,1
N	528	528	528
Teste de Hausman (<i>p values</i>)	0,000	0,000	0,000
Teste de Heteroscedasticidade de Baum (2001)	0,000	0,000	0,000
Teste de autocorrelação de Wooldridge (2002)	0,0105	0,0104	0,014
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,8275	0,2647	0,2269

Fonte: Fonte resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Hausman indicam a preferência do modelo de efeitos fixos. Os valores *p* do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores *p* do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores *p* do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não permitem rejeitar a hipótese de que as variáveis do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade sejam exógenas. Os coeficientes das variáveis binárias temporais mostraram-se conjuntamente significativos. Eles foram omitidos desta tabela. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

6.2 O índice de qualidade da governança das empresas (IQG)

Nesta seção, apresentam-se os resultados da análise do índice de qualidade da governança construído a partir do conjunto de mecanismos de governança fundamentados na teoria da agência e na evidência empírica, os quais estão descritos no quadro 1 e ilustrados no modelo empírico da pesquisa (FIG. 6). Dado que a qualidade da governança é uma variável inobservável, o escopo deste estudo foi representá-la por meio de mecanismos de eficiência do controle de problemas de agência. A validação dessa medida foi efetuada, principalmente, por meio da análise do seu relacionamento com a performance financeira das empresas. Assim, foi possível verificar se a qualidade da governança tem um valor de mercado.

6.2.1 Análise do comportamento do índice de governança

O índice de qualidade da governança foi calculado por meio da análise de componentes principais, o que consistiu em obter uma média ponderada de todos os componentes gerados, sendo os pesos dados pelas suas respectivas variâncias. Dessa forma, toda a variabilidade dos dados foi preservada. Ou seja, nenhuma informação foi descartada. Por fim, este indicador foi reescalado no intervalo entre 0 e 1, em que os valores próximos de “1” indicam uma governança de melhor qualidade, uma vez que o sentido das variáveis foi definido de maneira que elevados valores indicassem menores problemas de agência, isto é, uma maior eficiência do mecanismo. Os dados revelaram que as empresas analisadas possuem um índice de qualidade da governança (IQG_PAD) médio igual a 0,59, com desvio padrão de 0,10 e mediana 0,58. As estatísticas descritivas do indicador igualmente ponderado (IIP_GOV_PAD) mostraram-se semelhantes.

Os pesos dos indicadores no índice de governança foram determinados mediante a substituição dos componentes principais na equação do índice. Assim, introduziram-se na soma ponderada expressa pela equação [26] as combinações lineares representadas por cada um dos componentes produzidos na análise de componentes principais. O remanejamento dos termos dessa equação permitiu definir o peso de cada indicador, isto é, a sua importância relativa no índice.

Os pesos foram, então, padronizados de modo que o valor máximo deles fosse 1 e o mínimo 0. O subsequente cálculo do valor relativo de cada peso permitiu identificar quais os indicadores e as dimensões que mais contribuem para o valor total da variável “qualidade da governança”. Na tabela 30 apresenta-se a ordem de importância das variáveis que compuseram o índice de governança das empresas analisadas. De um lado, constatou-se que os indicadores “TRANSP1”, “TRANSP2”, “PLANO_OPÇÕES” e “DIR_VOTO” são aqueles que mais contribuem para o índice, sendo suas parcelas superiores a 10%. De outro, os indicadores que menos contribuem são “INDEP” e “TAM_CA” (TAB. 30).

Tabela 30: Importância relativa dos indicadores que compõem o índice de governança das empresas (IQG)

INDICADORES	PESOS
TRANSP1	14,576%
TRANSP2	14,527%
PLANO_OPÇÕES	12,505%
DIR_VOTO	10,039%
PRC	9,792%
ADR	9,014%
TRANSP4	6,972%
SEPAR	6,499%
DIR_ELEG_CA	6,127%
PART_LUCRO	4,636%
TRANSP3	3,276%
AC_INST_TOT	0,458%
CAPVOT_CAPTOT	0,332%
AC1_TOT	0,327%
AC_S2a5_TOT	0,307%
VAR_REM	0,243%
REM_TOTAL	0,242%
INDEP	0,128%
TAM_CA	0,000%

Fonte: Resultados da pesquisa

Ao agrupar os indicadores em função das cinco dimensões consideradas, constatou-se que o índice de governança (IQG) é dominado pelos indicadores das dimensões “transparência das informações publicadas” e “proteção dos investidores minoritários”, que, reunidas, representam mais de 70% do seu valor total. O mecanismo “transparência” é o que mais contribuiu para o índice, com uma participação de 39%, aproximadamente. O mecanismo “proteção dos investidores” ocupa a segunda posição, sendo 35% o seu peso aproximado. Consequentemente, o comportamento do índice de governança será fortemente influenciado por esses dois mecanismos. O terceiro maior peso foi obtido pela dimensão “incentivos aos administradores”, que contribui com cerca de 17% do índice. Enfim, as dimensões “Conselho

de Administração” e “estrutura de propriedade” são aquelas com os menores pesos, contribuindo, conjuntamente, com apenas 7% do índice (TAB. 31). Esses dois mecanismos terão, por conseguinte, uma influência reduzida no comportamento do índice de governança, especialmente a estrutura de propriedade cuja contribuição mostrou-se bastante exígua.

Tabela 31: Participação relativa das dimensões de governança no índice IQG

DIMENSÕES	PESOS
Transparência das informações publicadas	39,35%
Proteção dos acionistas minoritários	34,97%
Incentivos aos administradores	17,63%
Conselho de Administração	6,63%
Estrutura de Propriedade e de controle	1,42%

Fonte: Resultados da pesquisa

Os resultados apresentados na tabela 32 sugerem uma tendência de crescimento do índice de qualidade da governança ao longo do período estudado. Efetuou-se o teste de comparação de médias, sendo constatadas diferenças significativas (estatística “F” igual a 3,25 com valor p 0,001). As comparações múltiplas mostraram que os valores do índice de governança são significativamente maiores nos dois últimos anos do período em comparação aos dois primeiros. Dessa forma, tem-se um indício de que houve, efetivamente, incremento na qualidade da governança das empresas analisadas. Esses resultados mostraram-se robustos ao se utilizar o indicador de governança igualmente ponderado (IIP_GOV_PAD).

Tabela 32: Evolução do índice de governança (IQG_PAD) ao longo do período analisado

Variável	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
1998	0,56	0,09	0,57	0,32	0,74
1999	0,56	0,09	0,56	0,29	0,89
2000	0,59	0,09	0,57	0,31	0,93
2001	0,58	0,10	0,58	0	0,82
2002	0,58	0,10	0,58	0,37	1
2003	0,59	0,10	0,58	0,32	0,88
2004	0,60	0,11	0,59	0,36	0,96
2005	0,61	0,10	0,61	0,4	0,91
2006	0,61	0,12	0,61	0,2	0,87

Fonte: Resultados da pesquisa

Quando considerados os valores médios do índice de governança IQG_PAD em relação aos ramos de atividade, observou-se que o setor de telecomunicações é o que apresenta a média mais elevada. Verificou-se, ainda, que as maiores variabilidades estão nas empresas de transporte, eletroeletrônicos e papel e celulose, enquanto os menores desvios ocorrem entre as

empresas dos setores de agropecuária e pesca e de minerais não metálicos (TAB. 33). Realizou-se, então, uma análise de variância para verificar se há diferenças significativas do indicador de governança (IQG_PAD) entre os setores.

Os resultados da análise de variância sugerem diferenças significativas entre os índices de governança dos diversos ramos de atividade (estatística “F” igual a 14,24, com valor p 0,000). Mediante os testes de comparação múltipla, verificou-se, em termos gerais, que a média do índice de governança das empresas de telecomunicações é significativamente maior em relação às dos demais setores, exceto quanto aos índices médios das companhias de mineração, papel e celulose e transporte e serviços. Verificou-se, ainda, que as empresas de construção apresentam índices de governança significativamente menores em relação aos dos demais setores, com exceção dos indicadores das empresas de eletroeletrônicos, mineração, máquinas industriais e transporte e serviços, que, embora inferiores, não são significativos. Em suma, os dados indicam que há variações consideráveis da qualidade da governança entre os ramos de atividade. Os resultados concernentes ao comportamento do índice IIP_GOV_PAD por setor de atividade são, em geral, semelhantes.

Tabela 33: Estatísticas descritivas do índice IQG_PAD em relação aos setores de atividade

Setor	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
Agro e Pesca	0,57	0,03	0,56	0,52	0,61
Alimentos e Bebidas	0,60	0,11	0,58	0,32	1,00
Comércio	0,57	0,10	0,57	0,29	0,75
Construção	0,47	0,06	0,49	0,33	0,59
Eletroeletrônicos	0,55	0,15	0,50	0,20	0,87
Energia elétrica	0,60	0,07	0,60	0,38	0,84
Minerais	0,53	0,04	0,54	0,43	0,59
Mineração	0,57	0,13	0,55	0,45	0,96
Máquinas Industriais	0,51	0,07	0,53	0,32	0,61
Outros	0,53	0,10	0,52	0,35	0,79
Papel e celulose	0,65	0,14	0,65	0,41	0,91
Petróleo e Gás	0,59	0,08	0,60	0,41	0,76
Química	0,62	0,09	0,62	0,00	0,79
Siderurgia e metalurgia	0,60	0,09	0,61	0,36	0,84
Telecomunicações	0,66	0,09	0,66	0,43	0,93
Têxtil	0,56	0,08	0,56	0,41	0,72
Transporte e serviços	0,58	0,18	0,54	0,31	0,91
Veículos e peças	0,59	0,08	0,58	0,40	0,78

Fonte: Resultados da pesquisa

Ao analisar o indicador de governança em função da identidade do acionista controlador, constatou-se que as empresas em que o maior acionista direto é um investidor institucional apresentam o índice de governança médio mais elevado. De outro lado, aquelas em que o controlador é uma família apresentam o índice médio menos elevado (TAB. 34). A análise de variância revelou que as diferenças de governança entre os grupos formados segundo a identidade do maior acionista direto são significativas (estatística “F” igual a 20,33, com valor p 0,000).

As comparações múltiplas revelaram que o índice de governança médio das companhias em que o controlador é uma família é estatisticamente menor em relação aos das demais. Além disso, o grupo em que o controlador direto é um investidor institucional possui índice de governança estatisticamente superior aos das empresas cujos controladores são família e empresa.

Tabela 34: Estatísticas descritivas do índice IQG_PAD em relação à identidade do acionista controlador direto

Controlador	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
Família	0,52	0,10	0,51	0,29	0,76
Inv. Institucional	0,65	0,10	0,67	0,47	0,86
Empresa	0,59	0,10	0,58	0,00	1,00
Governo	0,61	0,06	0,62	0,38	0,74
Sem controlador	0,62	0,03	0,63	0,57	0,64

Fonte: Resultados da pesquisa

Em seguida, buscou-se testar as médias do índice de governança em função das vantagens atribuídas às ações preferenciais, sendo observadas diferenças significativas (estatística “F” igual a 7,17, com valor p 0,000). A intenção foi verificar quais são os benefícios oferecidos aos preferencialistas pelas companhias com melhor governança. Mediante testes de comparações múltiplas, constatou-se, em geral, que o índice de governança médio é significativamente mais elevado nas empresas em que os acionistas preferenciais têm direito de fazer parte do bloco de controle em caso de sua transferência – isto é, o *tag along* – e, também, naquelas em que os preferencialistas recebem dividendos diferenciados, no mínimo 10% superior ao das ordinárias. A tabela 35 apresenta as médias do índice de governança em função das vantagens dos acionistas preferenciais. Resultados semelhantes foram obtidos quando se utilizou o índice igualmente ponderado.

Tabela 35: Estatísticas descritivas do índice IQG_PAD em relação às vantagens atribuídas às ações preferenciais

Vantagem	Média	Desvio padrão	Mediana	Min.	Máx.
Div. 10% superior ao das ações ordinárias	0,60	0,09	0,59	0,20	1,00
Div. mínimo ou fixo	0,57	0,11	0,57	0,00	0,96
Div. 10% superior e div. Mín. ou Fixo.	0,57	0,08	0,57	0,41	0,75
<i>Tag along</i>	0,62	0,09	0,60	0,48	0,91
<i>Tag along</i> e div. 10% superior	0,66	0,06	0,63	0,60	0,77
<i>Tag along</i> e div. Mín. ou Fixo.	0,62	0,13	0,68	0,36	0,79

Fonte: Resultados da pesquisa

Buscou-se, ainda, verificar se as companhias com ADR diferem-se das demais em termos do indicador de governança. Na verdade, a intenção foi analisar se as empresas com ações negociadas em bolsas norte-americanas são aquelas que oferecem mais garantias aos investidores minoritários. Os resultados do teste “t” sugeriram que o índice de governança é significativamente mais elevado para as companhias com ADR (0,67) em relação àquelas que não as possuem (0,57), sendo a estatística “t” igual a (-14,60). Conclusões semelhantes foram extraídas quando da análise do índice igualmente ponderado.

6.2.2 Validação externa do índice de governança

O escopo central deste trabalho consistiu tanto em desenvolver quanto em validar um indicador de qualidade da governança. A validação externa desse índice foi efetuada, inicialmente, mediante a sua confrontação com os indicadores *liquidez*, *cotação das ações*, *valor de mercado* e *índice book-to-market*, que traduzem a confiança do mercado em relação à empresa.

Dividiram-se as observações do índice de governança (IQG_PAD) em cinco grupos iguais (N/5), de modo que o primeiro deles contivesse os menores níveis de governança e o último, os seus valores mais elevados. A esses quintis constituídos em função da progressão dos níveis do índice IQG_PAD atribuíram-se, sucessivamente, as classificações de “muito baixo”, “baixo”, “médio”, “alto” e “muito alto”.

Verificou-se, então, se a liquidez das ações em bolsa (liqbol, logvol e logqneg) e as suas cotações (logpreço) são diferentes entre esses grupos. Os resultados da análise de variância

sugerem diferenças significativas entre os grupos em relação tanto à liquidez quanto ao preço. Outrossim, testaram-se as médias de valor de mercado (logvm) e do índice *book-to-market* (logvpap) entre os quintis, sendo observadas diferenças significativas entre elas (TAB. 36).

Tabela 36: Teste de médias de liquidez, cotação, valor de mercado e índice *book-to-market* das ações, segundo os níveis de governança

Variável	F	Sig.
Liqbol	17,98	0,000
Logvol	32,39	0,000
Logqneg	34,43	0,000
Logpreço	10,69	0,000
Logvm	51,33	0,000
Logvpap	21,67	0,000

FONTE: Resultados da pesquisa

As estatísticas descritivas indicaram que as médias de liquidez e de cotação das ações crescem à medida que os níveis de governança também se elevam (TAB. 37). Os testes de comparações múltiplas mostraram que a liquidez em bolsa dos quintis com níveis de governança mais elevados é significativamente maior em relação à dos demais, independente do indicador de liquidez analisado. Dessa forma, à medida que os grupos apresentam um maior índice de governança, a liquidez média dos títulos que os compõem cresce em termos significativos. Isso mostra que a demanda pelos títulos das empresas com melhor governança é superior à daqueles com níveis inferiores de governança.

O nível de liquidez de um ativo financeiro reflete-se na facilidade com que este pode ser negociado, sem prejuízo de valor. Os resultados da análise de variância sugerem que os investidores preferem aplicar seus recursos em companhias bem governadas, que representam investimentos significativamente mais líquidos, que podem ser negociados rapidamente a qualquer momento.

Observou-se, ainda, que as empresas dos grupos com níveis “alto” e “muito alto” do índice de governança possuem, em média, preços estatisticamente maiores do que os dos grupos com níveis “baixo” e “muito baixo” de governança. Assim, os preços médios dos títulos aumentam significativamente à medida que os grupos apresentam melhores níveis de governança, expressos pelo índice.

Os dados sugerem que o comportamento da ação em bolsa, em termos tanto de preço quanto de liquidez, varia de acordo com a governança da empresa. Tem-se, assim, um indício de que as ações de empresas com níveis mais elevados de governança sejam mais atrativas aos investidores, haja vista o maior grau de negociação na bolsa e a maior disposição dos investidores em pagar preços mais altos pelas ações dessas companhias.

Ademais, constatou-se o crescimento das médias dos valores de mercado das empresas entre os quintis do índice de qualidade da governança (TAB. 37). Na comparação dos pares de médias, verificou-se que, em geral, os grupos com níveis mais elevados do índice de governança possuem valores de mercado estatisticamente mais elevados em relação aos demais. Esses resultados revelam que o tamanho das empresas dos grupos com maiores níveis de governança é significativamente maior em relação aos demais.

Quando analisado o comportamento do índice *book-to-market*, observou-se, em geral, o seu declínio entre os quintis de governança, sugerindo uma relação inversa entre essas duas variáveis (TAB. 37). Os testes de comparação múltipla revelaram que o grupo com o nível mais elevado de governança possui índice *book-to-market* significativamente menor em relação aos demais. Os resultados indicam, assim, que as empresas com maiores oportunidades de crescimento são aquelas com os melhores níveis de governança.

De maneira geral, os resultados desses testes de médias sugerem que o mercado paga pela boa governança, haja vista os valores de mercado, liquidez e preços mais elevados e os baixos valores do índice *book-to-market* das companhias com níveis elevados do índice de governança. Todos esses indicadores analisados traduzem a confiança dos atores financeiros em relação à empresa. Os dados testificam, portanto, que as empresas bem governadas atraem mais os investidores, que se dispõem a pagar um preço mais alto pelos seus títulos. No total, esses resultados validam em grande parte o índice de governança proposto.

Tabela 37: Estatísticas descritivas das variáveis de liquidez, cotação, valor de mercado e índice *book-to-market* das ações, segundo os níveis de governança

Variável	IQG_PAD (Níveis)	N	Média	Desvio padrão	Min.	Máx.
liqbol	Muito Baixo	227	0,07	0,24	0,00	1,79
	Baixo	227	0,20	0,76	0,00	6,45
	Médio	227	0,24	0,53	0,00	3,12
	Alto	227	0,66	1,74	0,00	11,11
	Muito Alto	228	0,80	1,54	0,00	10,59
logvol	Muito Baixo	227	8,73	2,94	-1,75	15,92
	Baixo	227	9,43	3,04	2,18	16,93
	Médio	227	10,48	2,96	3,10	15,88
	Alto	227	11,19	3,20	1,35	18,08
	Muito Alto	228	11,59	3,62	1,86	17,62
logqneg	Muito Baixo	227	6,51	1,98	0,69	12,01
	Baixo	227	6,62	2,31	1,79	12,41
	Médio	227	7,45	2,31	2,71	12,26
	Alto	227	8,10	2,60	0,00	13,90
	Muito Alto	228	8,68	2,76	2,08	13,55
logpreço	Muito Baixo	227	-0,08	3,09	-10,26	4,95
	Baixo	227	-0,43	3,59	-10,07	6,19
	Médio	227	0,33	3,33	-10,58	6,31
	Alto	227	1,08	3,00	-10,35	6,34
	Muito Alto	228	1,18	3,19	-7,49	6,54
logvm	Muito Baixo	227	11,54	2,26	6,25	17,36
	Baixo	227	12,22	2,30	6,32	18,39
	Médio	227	13,22	2,00	7,25	17,68
	Alto	227	13,62	2,07	6,07	19,19
	Muito Alto	228	14,07	2,26	7,17	18,69
logvpap	Muito Baixo	197	0,57	0,93	-3,26	3,50
	Baixo	193	0,32	0,88	-3,25	2,39
	Médio	209	0,09	0,93	-2,53	3,59
	Alto	211	0,13	0,98	-3,63	3,35
	Muito Alto	216	-0,25	0,90	-4,48	2,77

Fonte: Resultados da pesquisa

Na próxima seção, examina-se o relacionamento entre o índice de governança e a performance financeira das empresas em suas diferentes perspectivas.

6.2.2.1 Análise do relacionamento entre o índice de governança e a performance financeira das empresas

Nesta seção, apresentam-se os resultados da validação externa do índice, efetuada mediante a análise do seu relacionamento com a performance financeira das empresas expressa pelo “Q de Tobin” e pela “taxa de retorno ajustada ao risco da ação”.

6.2.2.1.1 Análise do relacionamento entre o índice de governança e o Q de Tobin

Na tabela 38, apresentam-se os modelos por meio dos quais foi estimado o relacionamento entre a qualidade da governança e a valorização de mercado da firma. No modelo (1), estimou-se o Q de Tobin em função do índice IQG_PAD, sem considerar outros fatores que o influenciam. Os resultados revelaram uma associação positiva e significativa entre essas variáveis, embora seja apenas ao nível de 5% de significância.

Esse modelo foi estimado pelo método de efeitos fixos, com correção cluster da matriz de covariância do coeficiente, visto que foram detectadas autocorrelação e heteroscedasticidade dos erros. Além disso, o teste de endogeneidade do índice de governança não permite rejeitar a hipótese nula de que essa variável seja exógena (TAB. 38). O resultado deste teste está conforme os de outros estudos, tais como Chi (2005), que verificaram a exogeneidade da governança.

O teste de Hausman do modelo (1) não permitiu distinguir o estimador de efeitos fixos do estimador de efeitos aleatórios. Extraiu-se conclusão semelhante a partir da estatística de Sargan-Hansen, que admite a comparação desses dois modelos após a correção cluster da variância dos coeficientes. Nesses casos, a escolha entre esses dois métodos deve ser feita pelo pesquisador.

O coeficiente do índice de governança mostrou-se significativo tanto no modelo de efeitos fixos quanto no de efeitos aleatórios, sendo o nível de significância menor nesse último método (valor p igual 0,025). Escolheu-se, no entanto, o estimador de efeitos fixos, que é consistente sob ambas as hipóteses nula e alternativa do teste de Hausman. Ou seja, ainda que

os efeitos específicos das empresas não sejam correlacionados com o índice de governança, as estimativas do modelo de efeitos fixos permanecem consistentes.

No modelo (2), estimou-se o relacionamento entre o índice de governança e o Q de Tobin, após controlar o efeito de outros fatores que o influenciam. Assim como no modelo (1), observou-se uma associação positiva e significativa entre a qualidade da governança e o Q de Tobin e em nível de significância semelhante. Nesse caso, o teste de Sargan-Hansen indicou a superioridade do modelo de efeitos fixos, que foi estimado com a correção cluster da matriz de covariância dos coeficientes. Nessa especificação também não foram identificados problemas de endogeneidade da variável de governança (TAB. 38). Enfim, adotou-se o procedimento Driscoll e Kraay (1998) de correção dos erros, sendo as significâncias dos coeficientes similares às do modelo de efeitos fixos com correção cluster.

Enfim, no modelo (3) efetuou-se a regressão do Q de Tobin sobre o índice IQG_PAD, mediante a rotina *xtabond2* de Roodman (2006), sem considerar o aspecto dinâmico do painel. Nessa especificação, tratou-se o indicador de governança como se fosse uma variável endógena, sendo empregado o estimador GMM de sistema em dois estágios de Blundell e Bond (1998). Assim como nas especificações (1) e (2) da TAB. 38, observou-se uma relação direta e significativa entre essas duas variáveis. O teste de Hansen revelou a validade dos instrumentos utilizados e o teste Arellano-Bond (ar2) não permite rejeitar a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem dos erros, indicando que as estimativas são confiáveis.

Em suma, os resultados apresentados na tabela 38 sugerem a relevância do fator “boa governança” para a valorização de mercado da firma. O relacionamento entre o Q de Tobin e o índice IQG_PAD mostrou-se significativo em todas as especificações, inclusive quando esse indicador foi tratado como endógeno. Assim sendo, há indícios de que a qualidade da governança tem um efeito positivo sobre a valorização de mercado da firma. Esses resultados contribuem, portanto, para a validação do índice de governança proposto.

Essa evidência está, ainda, em consonância com os resultados de estudos como os de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Bauer, Guenster e Otten (2004) e Chi (2005).

Tabela 38: Relacionamento entre o índice de governança IQG_PAD e o Q de Tobin

Variável	(1) Q_TOBIN	(2) Q_TOBIN	(3) Q_TOBIN
IQG_PAD	1,067 (1,96)	0,677* (2,00)	1,396** (3,08)
logat		-0,0377 (-0,70)	-0,00769 (-0,23)
alavfin		-0,000000497 (-0,92)	-0,0000112*** (-6,62)
recbruta		0,000783* (2,22)	0,000713 (1,52)
liqbol		0,0903** (2,81)	0,0831 (1,56)
roe		-0,00000782 (-0,30)	-0,0000716 (-1,39)
constante	0,288 (0,90)	0,812 (0,97)	-0,288 (-0,55)
Dummies temporais	não	não	sim
r2_w	0,000537	0,0410	
r2_b	0,00206	0,130	
F	3,827	3,207	43,37
p	0,0519	0,00847	4,27e-50
N	1135	1034	1034
N_g (número de grupos)	189	181	181
J (instrumentos)			160
ar1 (p value)			0,0696
ar2 (p value)			0,376
Hansen test (p value)			0,286
Teste de Hausman (p values)	0,5772	0,7666	-
Teste Sargan-Hansen (p values) – efeitos fixos versus aleatórios	0,5990	0,000	-
Teste de Heterosc.de Baum (2001)	0,000	0,000	-
Teste de autocor. de Wooldridge (2002)	0,0055	0,000	-
Teste de endogeneidade (p value)	0,6789	0,4287	-

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. O teste de Hausman não permite diferenciá-lo do modelo de efeitos aleatórios. No modelo (2), a estatística de Sargan-Hansen, que compara os modelos de fixos e aleatórios, após correção cluster, indica a preferência do estimador de efeitos fixos. Os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters. Os valores p do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores p do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores p do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não permitem rejeitar a hipótese nula de que o índice de governança seja exógeno. A especificação (3) foi obtida mediante estimador de sistema em dois estágios de Blundell e Bond (1998), sem considerar a variável dependente defasada. A estatística Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados e o teste de autocorrelação de Arellano-Bond (ar2) não rejeita a hipótese de ausência de autocorrelação de segunda ordem. O número de instrumentos utilizados “j” foi 160. As variáveis binárias temporais deste modelo são significativas e foram excluídas da tabela. As estimativas dos três modelos são cluster-robust.

Para testar a robustez dos resultados apresentados, analisou-se o relacionamento entre o Q de Tobin e o índice igualmente ponderado de governança IIP_GOV_PAD. Estimaram-se os mesmos modelos da tabela 38, sendo observados resultados ainda mais significativos para o indicador de governança. Confirmou-se, assim, a associação positiva entre o índice de governança e a valorização de mercado da firma (TAB. 39).

As estimativas do modelo (1), sem variáveis de controle, sugerem uma associação direta e significativa entre o Q de Tobin e o indicador III_GOV_PAD ao nível de significância de 3,7%. Este modelo foi obtido pelo estimador de efeitos fixos com correção cluster, dadas a heteroscedasticidade e a autocorrelação. Não se identificou problema de endogeneidade do índice de governança nessa especificação (TAB. 39).

No modelo (2), controlou-se o efeito de fatores que influenciam a valorização da firma, sendo constatada a mesma relação positiva e significativa entre o Q de Tobin e a governança, sendo o nível de significância ainda menor. Nessa especificação também não se verificou a endogeneidade do índice de governança. Utilizou-se o modelo de efeitos fixos, sendo as estimativas *cluster-robust*.

Por fim, os resultados do modelo (3) mostraram que o relacionamento entre o Q de Tobin e o índice de governança igualmente ponderado é positivo e significativo, ainda que esse indicador seja tratado como variável endógena (TAB. 39).

Tabela 39: Relacionamento entre o índice de governança IIP_GOV_PAD e o Q de Tobin

Variável	(1) Q_TOBIN	(2) Q_TOBIN	(3) Q_TOBIN
IIP_GOV_PAD	1,448* (2,10)	0,920** (2,76)	1,780* (2,38)
logat		-0,0372 (-0,70)	-0,0281 (-0,84)
alavfin		-0,000000815 (-1,58)	-0,0000124*** (-8,17)
recbruta		0,000749* (2,19)	0,00119 (1,45)
liqbol		0,0923** (2,93)	0,0938 (1,69)
roe		-0,00000902 (-0,35)	-0,0000831 (-1,71)
constante	0,0781 (0,20)	0,669 (0,80)	-0,191 (-0,36)
Dummies temporais	não	não	sim
r2_w	0,000988	0,0509	
r2_b	0,00108	0,121	
F	4,398	4,234	43,35
p	0,037	0,00116	4,34e-50
N	1135	1034	1034
N_g (número de grupos)	189	181	181
J (instrumentos)			152
ar1 (p value)			0,0511
ar2 (p value)			0,418
Hansen test (p value)			0,265
Teste de Hausman (p values)	0,3885	0,9371	-
Teste Sargan-Hansen (p values) – efeitos fixos versus aleatórios	0,4126	0,000	-
Teste de Heterosc.de Baum (2001)	0,000	0,000	-
Teste de autocor. deWooldridge (2002)	0,0054	0,000	-
Teste de endogeneidade (p value)	0,7857	0,2056	-

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos estimados são de efeitos fixos. Nos modelos (1) e (2), o teste de Hausman não permite diferenciá-lo do modelo de efeitos aleatórios. No modelo (2), a estatística de Sargan-Hansen, que compara os modelos de fixos e aleatórios, após correção cluster, indica a preferência do estimador de efeitos fixos. Nessas duas especificações, os valores p do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores p do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores p do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não permitem rejeitar a hipótese de que o índice de governança seja exógeno. A especificação (3) foi obtida mediante estimador GMM de sistema em dois estágios de Blundell e Bond (1998), sem considerar a variável dependente defasada. A estatística Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados e o teste de autocorrelação de Arellano-Bond (ar2) não rejeita a hipótese de ausência de autocorrelação de segunda ordem. O número de instrumentos utilizados “j” foi 152. As variáveis binárias temporais deste modelo são conjuntamente significativas e foram excluídas da tabela. Nos três modelos, os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

6.2.2.1.2 Análise do relacionamento entre o índice de governança e a taxa de retorno ajustada ao risco das ações

Apresentam-se na tabela 40 os resultados da regressão da taxa de rentabilidade ajustada ao risco sobre o índice de qualidade da governança IQG_PAD. Na primeira especificação, o retorno exigido das ações foi estimado apenas em função do indicador de governança; ou seja, desconsideraram-se os outros fatores que determinam essa variável. Nesse caso, não se observou associação significativa entre o índice de qualidade da governança e a taxa de retorno das ações. O modelo (1) foi obtido por meio do estimador *pooled* OLS, porque o teste de significância dos efeitos específicos sugeriu que eles são, conjuntamente, iguais a zero.

Além disso, constatou-se que os erros desse modelo não são independentes e identicamente distribuídos (i.i.d.). Ou seja, há problemas tanto de heteroscedasticidade quanto de autocorrelação. Estimou-se, então, o modelo *pooled* com correção cluster da matriz de covariância do coeficiente, cujos resultados estão apresentados na TAB. 40. Além disso, o teste RESET de Ramsey sugere a incorreta especificação do modelo (1), haja vista a significância dessa estatística (TAB. 40).

No modelo (2) da tabela 40, introduziram-se os fatores que, geralmente, têm efeito sobre a taxa de retorno exigida pelos investidores, que são: *risco sistemático, tamanho da firma, índice book-to-market, liquidez da ação em bolsa e rendimento em dividendos*. As estimativas deste modelo indicam uma relação inversa e estatisticamente significativa entre a taxa de retorno ajustada ao risco e o indicador de qualidade da governança IQG_PAD. Esses resultados sugerem, assim, que os investidores aceitam pagar um preço mais alto pelas ações de companhias bem governadas, requerendo, por consequência, uma taxa de retorno menor.

A especificação (2) foi estimada por meio do modelo de efeitos fixos, preferível, de acordo com o teste de Hausman. Os testes de Baum (2001) e Wooldridge (2002) sugeriram erros heteroscedásticos e autocorrelacionados. Estimou-se, então, esse modelo com a matriz de covariância dos coeficientes corrigida pelo procedimento cluster. Ademais, a estatística do teste de endogeneidade do indicador IQG_PAD mostrou que também nessa especificação essa variável pode ser tratada como exógena (TAB. 40).

Por fim, estimaram-se os modelos (3) e (4) da tabela 40, em que o índice de governança foi tratado como endógeno, sendo empregado o estimador GMM de sistema em dois estágios de Blundell e Bond (1998). No modelo (3), o indicador de governança foi tratado como endógeno em uma estrutura estática, obtida por meio da rotina *xtabond2* de Roodman (2006). Assim como no modelo (2), observou-se uma relação inversa e significativa entre o índice IQG_PAD e a taxa de retorno ajustada ao risco. O teste de Hansen revelou a validade dos instrumentos utilizados e o teste Arellano-Bond (ar2) não rejeita a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem dos erros, indicando que as estimativas são confiáveis (TAB. 40).

No modelo (4), introduziu-se, ainda, a taxa de retorno defasada como uma das variáveis explicativas, sendo estimada, portanto, uma estrutura dinâmica. Os resultados mostraram a mesma relação inversa e significativa entre o indicador de governança e o retorno ajustado ao risco exigido pelos investidores. Os testes de validade dos instrumentos e de autocorrelação de segunda ordem sugerem que as estimativas desse modelo são confiáveis (TAB. 40).

Em suma, os resultados apresentados na tabela 40 sugerem que os investidores exigem uma menor taxa de retorno ajustada ao risco das empresas bem governadas. Ou seja, há indícios de que eles estão dispostos a pagar um preço mais alto pelas ações dessas companhias. Em outras palavras, certamente os investidores vêem as empresas bem governadas como menos arriscadas e entendam que eles têm mais chance de recuperar o seu investimento. Conseqüentemente, demandam uma menor taxa de retorno. Os resultados atestam, assim, que os preços das ações estão positivamente associados à qualidade da governança; ou seja, que a boa governança tem um valor no mercado. Esses resultados validam em grande parte o índice de governança proposto.

As evidências encontradas estão, também, conformes às evidências encontradas por outros pesquisadores, tais como, Skaife, Collins e LaFond (2004).

Tabela 40: Relacionamento entre o índice de governança IQG_PAD e a taxa de retorno ajustada ao risco

Variável	(1) RI_RF	(2) RI_RF	(3) RI_RF	(4) RI_RF
IQG_PAD	-0,0365 (-0,17)	-0,735** (-2,95)	-1,099** (-2,78)	-1,673*** (-3,41)
beta		0,209 (1,86)	0,250** (2,95)	0,238* (2,54)
logvpap		-0,205*** (-4,91)	-0,185*** (-6,44)	-0,297*** (-7,12)
logvm		0,230*** (5,37)	0,0180 (1,11)	0,0248 (1,17)
liqbol		-0,0619* (-2,06)	-0,0600 (-1,74)	-0,0677 (-1,57)
divyld		0,00811** (3,25)	0,00849*** (3,55)	0,00808** (2,78)
L.RI_RF				-0,0783 (-0,81)
Constante	2,502*** (19,40)	-0,181 (-0,32)	2,253*** (8,27)	3,218*** (8,49)
Dummies temporais	não	não	sim	sim
r2_w		0,399		
r2_b		0,0598		
F	0,0298	79,75	139,5	65,74
N	1136	890	890	890
N_g (número de grupos)		169	169	169
J (instrumentos)			159	165
ar1 (<i>p value</i>)			0,000	0,0000
ar2 (<i>p value</i>)			0,325	0,967
Hansen test (<i>p value</i>)			0,245	0,333
Teste de Hausman (<i>p value</i>)	-	0,000	-	-
Teste de Heterosc. Breusch-Pagan <i>p</i>	0,000	-	-	-
Teste de autocor. Arellano-Bond – <i>p</i>	0,000	-	-	-
Teste RESET de Ramsey	0,000	-		
Teste de Heterosc. de Baum (2001)	-	0,000	-	-
Teste de autocor. Wooldridge (2002)	-	0,000	-	-
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,4656	0,5343	-	-

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. O modelo (1) foi estimado pelo método *pooled OLS*, pois os efeitos específicos não se mostraram significativos. O teste de Breusch-Pagan indicou heteroscedasticidade; o de Arellano-Bond, autocorrelação; e o RESET de Ramsey, má-especificação do modelo (1). O modelo (2) foi obtido pelo método de efeitos fixos, preferível de acordo com o teste de Hausman. Nessa especificação, os valores *p* do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores *p* do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores *p* do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não permitem rejeitar a hipótese de que o índice de governança seja exógeno. A especificação (3) foi obtida mediante o estimador GMM de sistema em dois estágios de Blundell e Bond (1998), sem considerar a variável dependente defasada. A estatística Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados e o teste de autocorrelação de Arellano-Bond (ar2) não permite rejeitar a hipótese de ausência de autocorrelação de segunda ordem. O número de instrumentos “*j*” utilizados em cada um dos modelos (3) e (4) foi 159 e 165, respectivamente. As variáveis binárias temporais desses dois modelos são significativas e foram excluídas da tabela. Nos quatro modelos, os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

Os modelos apresentados na tabela 40 foram estimados novamente com o índice igualmente ponderado de governança IIP_GOV_PAD. Como anteriormente, estimou-se o modelo (1) da tabela 41 sem variáveis de controle. Não se observou associação significativa entre o índice IIP_GOV_PAD e o retorno das ações. Este modelo foi obtido pelo método *pooled* OLS com correção cluster, uma vez que os efeitos específicos não se mostraram significativos.

No modelo (2), introduziram-se as variáveis de controle da taxa de rentabilidade das ações, sendo observada uma relação negativa e significativa entre o índice IIP_GOV_PAD e a taxa de retorno ajustada ao risco. As estimativas foram obtidas mediante modelo de efeitos fixos, preferível, conforme a estatística de Hausman. O teste de endogeneidade sugeriu que o indicador de governança pode ser tratado como exógeno (TAB. 41).

Nos modelos (3) e (4), o índice IIP_GOV_PAD foi tratado como endógeno. Na especificação (3), empregou-se o estimador GMM em dois estágios de Blundell e Bond (1998) em uma estrutura estática, sendo observado um relacionamento negativo e significativo entre o índice de governança e a taxa de retorno ajustada ao risco. No modelo (4) empregou-se, também, esse estimador, mas em uma estrutura dinâmica. Ou seja, foi incluído o retorno ajustado ao risco defasado. Outrossim, as estimativas deste modelo sugerem uma relação inversa e significativa entre o retorno exigido das ações e a qualidade da governança. Corroboram-se, assim, os resultados obtidos anteriormente com o indicador IQG_PAD (TAB. 41).

Tabela 41: Relacionamento entre o índice de governança IIP_GOV_PAD e a taxa de retorno ajustada ao risco

Variável	(1) RI_RF	(2) RI_RF	(3) RI_RF	(4) RI_RF
IIP_GOV_PAD	0,00500 (0,02)	-0,609* (-2,32)	-1,738*** (-3,42)	-1,985*** (-4,23)
beta		0,210 (1,87)	0,208** (2,73)	0,118 (1,29)
logvpap		-0,207*** (-4,95)	-0,187*** (-6,74)	-0,195** (-2,70)
logvm		0,228*** (5,32)	0,0278 (1,52)	0,0304 (1,03)
liqbol		-0,0678* (-2,24)	-0,0686* (-2,10)	-0,0467 (-1,31)
divyld		0,00826** (3,32)	0,00879*** (3,90)	0,00559 (1,41)
L.RI_RF				-0,0551 (-0,61)
Constante	2,477*** (16,51)	-0,238 (-0,42)	2,488*** (8,23)	3,248*** (7,34)
Dummies temporais	não	não	sim	sim
r2_w		0,397		
r2_b		0,0625		
F	0,000394	80,75	136,1	70,16
N	1136	890	890	890
N_g (número de grupos)		169	169	169
J (instrumentos)			166	168
ar1 (p value)			0,000	0,000
ar2 (p value)			0,469	0,753
Hansen test (p value)			0,353	0,379
Teste de Hausman (p value)	-	0,000	-	-
Teste de Heteroscedasticidade - Breusch-Pagan (p value)	0,000	-	-	-
Teste de autocorrelação de Arellano e Bond – abar (p values)	0,000	-	-	-
Teste RESET de Ramsey	0,000	-	-	-
Teste de Heteroscedasticidade de Baum (2001)	-	0,000	-	-
Teste de autocorrelação de Wooldridge (2002)	-	0,000	-	-
Teste de endogeneidade (p value)	0,5011	0,4741	-	-

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “t”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. O modelo (1) foi estimado pelo método *pooled OLS*, pois os efeitos específicos não se mostraram significativos. O teste de Breusch-Pagan indicou heteroscedasticidade; o de Arellano-Bond, autocorrelação; e o RESET de Ramsey, má-especificação do modelo (1). O modelo (2) foi obtido pelo método de efeitos fixos, preferível, de acordo com o teste de Hausman. Na especificação (2), os valores p do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores p do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores p do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não permitem rejeitar a hipótese de que o índice de governança seja exógeno. As especificações (3) e (4) foram obtidas mediante o estimador GMM de sistema em dois estágios de Blundell e Bond (1998), considerando a estrutura estática e dinâmica, respectivamente. A estatística Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados e o teste de autocorrelação de Arellano-Bond (ar2) não permite rejeitar a hipótese de ausência de autocorrelação de segunda ordem. O número de instrumentos “j” utilizados em cada um dos modelos (3) e (4) foi 166 e 168, respectivamente. As variáveis binárias temporais desses dois modelos são significativas e foram excluídas da tabela. Nos quatro modelos, os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

De maneira geral, os resultados da análise do relacionamento entre a qualidade da governança corporativa e a performance financeira revelaram o efeito positivo da boa governança sobre a valorização de mercado da firma, haja vista a associação positiva observada entre o Q de Tobin e o índice de governança.

Os dados sugerem, ainda, que os investidores consideram essa dimensão no processo da tomada da decisão de investimento, haja vista sua relação inversa com a taxa de retorno ajustada ao risco das ações. As evidências empíricas deste trabalho indicam que os investidores estão dispostos a pagar um preço mais alto pelas ações de companhias bem governadas, requerendo, conseqüentemente, um menor retorno ajustado ao risco. Deduz-se, assim, que eles consideram o investimento nessas companhias menos arriscado, certamente porque nessas circunstâncias a chance de recuperá-lo seja maior.

No total, os resultados da análise com a performance financeira das empresas validam em grande parte o índice de governança proposto.

6.2.3 Análise do relacionamento entre o índice de governança e a performance operacional das empresas

Nesta seção, examinam-se os resultados da relação entre a performance contábil e o índice de governança. Embora não seja o objetivo deste estudo, efetuou-se esta análise apenas a título de complementaridade.

Nos modelos da tabela 42, apresentam-se os resultados da regressão do indicador de performance contábil (IPC) sobre o índice de qualidade da governança IQG_PAD. Na especificação (1), a performance contábil das companhias foi estimada a partir do índice de governança tão-somente. Nesse caso, os dados sugerem uma associação direta e significativa entre a performance operacional e a qualidade da governança. Obtiveram-se as estimativas mediante o modelo de efeitos fixos, preferível segundo a estatística de Sargan-Hansen, com correção cluster da matriz de covariância do coeficiente, uma vez que foram detectados problemas de heteroscedasticidade e de autocorrelação. Por fim, o teste de endogeneidade sugeriu que o índice IQG_PAD pode ser tratado como exógeno (TAB. 42).

Em seguida, controlou-se o efeito do tamanho da empresa e do índice *book-to-market*, sendo estimado o modelo (2) desta tabela. Os dados mostraram uma associação positiva e significativa entre a performance operacional e a qualidade da governança. Para obter essas estimativas, utilizou-se o modelo de efeitos fixos com correção cluster, que se revelou mais adequado, de acordo com a estatística de Hausman (TAB. 42).

Além disso, estimaram-se os modelos (1) e (2) utilizando o procedimento Driscoll e Kraay (1998) para corrigir a matriz de covariância dos coeficientes, sendo observada em ambos uma associação positiva e significativa entre a qualidade da governança e a performance contábil, em níveis de significância semelhantes aos da correção cluster.

Enfim, obtiveram-se as estimativas dos modelos (3) e (4), em que se supôs a endogeneidade do índice de governança. Em ambas as especificações não se observou relação significativa entre a performance operacional e a qualidade da governança. As estatísticas de Hansen e de Arellano-Bond indicam, respectivamente, que os instrumentos utilizados são válidos e que não há autocorrelação de segunda ordem. Esses testes sugerem, assim, que as estimativas são confiáveis (TAB. 42). Deve-se considerar, no entanto, que no teste de endogeneidade a variável de governança se mostrou exógena. Destarte, entende-se que os dois primeiros modelos de efeitos fixos são superiores às especificações (3) e (4).

A partir desta análise, entende-se que, considerando-se duas firmas com igual performance contábil, os investidores demandam uma taxa de retorno ajustada ao risco mais baixa daquela bem governada, tendo em vista que essa companhia oferece maiores garantias de retornar o investimento.

Tabela 42: Relacionamento entre o índice de governança IQG_PAD e a performance contábil

Variável	(1) IPC	(2) IPC	(3) IPC	(4) IPC
IQG_PAD	1,380** (2,77)	0,737* (1,98)	0,391 (0,29)	-1,640 (-0,95)
logvpap		0,377*** (3,45)	0,206** (3,12)	0,247* (2,16)
logvm		0,528*** (5,58)	0,272*** (6,22)	0,247* (2,54)
L.IPC				-0,252 (-0,65)
constante	-0,798** (-2,70)	-7,503*** (-5,98)	-3,950*** (-4,63)	-2,584* (-2,15)
<i>Dummies</i> temporais	não	não	sim	sim
r2_w	0,0103	0,107		
r2_b	0,00985	0,289		
F	7,700	24,62	6,861	4,629
N	986	951	951	908
N_g (número de grupos)	180	176	176	173
J (instrumentos)			150	136
ar1 (<i>p value</i>)			0,00974	0,634
ar2 (<i>p value</i>)			0,335	0,301
Hansen test (<i>p value</i>)			0,325	0,220
Teste de Hausman (<i>p value</i>)	-	0,0212	-	-
Teste Sargan-Hansen (<i>p values</i>) – efeitos fixos versus aleatórios	0,0549	0,000	-	-
Teste de Heteroscedasticidade de Baum (2001)	0,000	0,000	-	-
Teste de autocorrelação de Wooldridge (2002)	0,0558	0,000	-	-
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,8324	0,4513	-	-

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos (1) e (2) foram obtidos pelo método de efeitos fixos, preferível de acordo com a estatística Sargan-Hansen. Nessas especificações, os valores *p* do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores *p* do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores *p* do teste de endogeneidade de Baum, Schaffer e Stillman (2007) não permitem rejeitar a hipótese de que o índice de governança seja exógeno. As especificações (3) e (4) foram obtidas mediante o estimador GMM de sistema em dois estágios de Blundell e Bond (1998), em uma estrutura estática e dinâmica, respectivamente. A estatística Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados e o teste de autocorrelação de Arellano-Bond (ar2) não permite rejeitar a hipótese de ausência de autocorrelação de segunda ordem. O número de instrumentos “*j*” utilizados em cada um dos modelos (3) e (4) foi 150 e 136, respectivamente. As variáveis binárias temporais desses dois modelos não são significativas e foram excluídas da tabela. Nos quatro modelos, os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

Os modelos apresentados na tabela 42 foram estimados, também, com o índice igualmente ponderado de governança IIP_GOV_PAD. Os resultados são, em geral, semelhantes aos observados anteriormente. A primeira especificação da tabela 43 mostra um relacionamento positivo e significativo entre a performance contábil e a qualidade da governança. Essas estimativas foram obtidas mediante o modelo de efeitos fixos, embora a estatística de Sargan-Hansen não permita diferenciá-lo do modelo de efeitos aleatórios. Ambos os estimadores, efeitos fixos e aleatórios, produzem um coeficiente positivo e significativo para o índice de governança. Adotou-se, então, o método que é consistente não apenas nos casos em que os efeitos específicos são correlacionados com as variáveis independentes, mas também quando eles são ortogonais.

Quando introduzidas as variáveis de controle, modelo (2), o indicador de governança mostrou-se, também, positiva e significativamente associado à performance operacional das empresas. Obtiveram-se as estimativas deste modelo por meio do método de efeitos fixos, preferível segundo o teste de Hausman. Nessa especificação também não se verificou a endogeneidade do índice IIP_GOV_PAD, uma vez que a estatística desse teste não rejeita a hipótese nula de que essa variável pode ser tratada como exógena (TAB. 43).

Enfim, nas especificações (3) e (4), estimou-se o efeito do índice IIP_GOV_PAD como se ele fosse uma variável endógena. Tanto a estrutura estática (3) quanto a dinâmica (4) foram estimadas por meio do estimador GMM de Blundell e Bond (1998) em dois estágios. Nesse contexto, não se observaram relações significativas entre a qualidade da governança e a performance operacional das empresas (TAB. 43).

Tabela 43: Relacionamento entre o índice de governança IIP_GOV_PAD e a performance contábil

Variável	(1) IPC	(2) IPC	(3) IPC	(4) IPC
IIP_GOV_PAD	1,293** (3,26)	0,686* (2,21)	1,556 (0,94)	-2,624 (-1,32)
logvpap		0,380*** (3,47)	0,180** (2,86)	0,220* (2,02)
logvm		0,529*** (5,59)	0,279*** (5,75)	0,230** (2,93)
L.IPC				-0,137 (-0,48)
constante	-0,734** (-3,17)	-7,484*** (-5,96)	-4,680*** (-4,77)	-1,789 (-1,54)
<i>Dummies</i> temporais	não	não	sim	sim
r2_w	0,00906	0,106		
r2_b	0,0123	0,294		
F	10,63	24,68	7,394	5,247
N	986	951	951	908
N_g (número de grupos)	180	176	176	173
J (instrumentos)			110	166
ar1 (<i>p value</i>)			0,00549	0,444
ar2 (<i>p value</i>)			0,337	0,318
Hansen test (<i>p value</i>)			0,296	0,550
Teste de Hausman (<i>p value</i>)	-	0,0334	-	-
Teste Sargan-Hansen (<i>p values</i>) – efeitos fixos versus aleatórios	0,1149	0,0000	-	-
Teste de Heteroscedasticidade de Baum (2001)	0,000	0,000	-	-
Teste de autocorrelação de Wooldridge (2002)	0,0556	0,000	-	-
Teste de endogeneidade (<i>p value</i>)	0,4405	0,2711	-	-

Fonte: Resultados da pesquisa

Notas: Os valores em parênteses são as estatísticas “*t*”. Os asteriscos indicam os níveis de significância: * $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$. Os modelos (1) e (2) foram obtidos pelo método de efeitos fixos. No modelo (1), a estatística Sargan-Hansen não diferenciou o modelo de efeitos fixos do de efeitos aleatórios. Nessas duas especificações, os valores *p* do teste de Wooldridge (2002) rejeitam a hipótese nula de ausência de autocorrelação; os valores *p* do teste de Baum (2001) rejeitam a hipótese nula de variâncias homoscedásticas; e os valores *p* do teste de endogeneidade não permitem rejeitar a hipótese de que o índice de governança seja exógeno. Os modelos (3) e (4) foram determinados pelo estimador GMM de sistema em dois estágios de Blundell e Bond (1998), em uma estrutura estática e dinâmica, respectivamente. A estatística Hansen não permite rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos utilizados e o teste de autocorrelação de Arellano-Bond (ar2) não rejeita a hipótese nula de ausência de autocorrelação de segunda ordem. O número de instrumentos “*j*” utilizados em cada uma dessas especificações foi 110 e 166, respectivamente. As variáveis binárias temporais dos modelos (3) e (4) não são significativas e foram excluídas da tabela. Nos quatro modelos, os erros-padrão são *cluster-robust*, sendo as unidades *cross-section* (empresas) os clusters.

7 CONCLUSÃO

A tese defendida neste estudo foi: a qualidade da governança das empresas inspira a confiança do mercado, o que se traduz em maior valorização de mercado. Na construção do argumento, adotaram-se os critérios de eficiência e o conceito de governança de qualidade da teoria da agência, que consiste naquela capaz de assegurar aos fornecedores de capital a recuperação do seu investimento, conforme definição de Shleifer e Vishny (1997).

Em essência, a teoria da agência pressupõe que os interesses dos indivíduos são conflituosos nas empresas em que os proprietários não são os responsáveis pela tomada da decisão, gerando os problemas de agência. Especificamente, esta teoria sustenta que acionistas e dirigentes têm objetivos distintos e que ambos procuram otimizar o seu próprio bem-estar. Essas são as suposições fundamentais de teóricos da agência, como Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983a, 1983b) e Fama (1980).

Visando assegurar a recuperação do seu investimento, os acionistas se valem de um conjunto de mecanismos para minimizar esses conflitos de agência. De um lado, os proprietários desenvolvem instrumentos de controle e de incentivo de dirigentes, de modo que as decisões tomadas na empresas sejam ótimas do ponto de vista deles. De outro lado, os administradores lançam mão de instrumentos para mostrar o seu comprometimento em buscar a otimização dos interesses dos proprietários. Assim, ambas as partes incorrem em custos de modo a garantir que a empresa será gerida em consonância com os interesses dos fornecedores do capital.

O escopo central e a contribuição desta análise consistiram, principalmente, em desenvolver um indicador que compreendesse um amplo conjunto de mecanismos destinados a minimizar os problemas de agência, considerando a importância relativa de cada um deles. Consistiu, ainda, em validá-lo mediante confronto com a performance financeira de uma amostra de empresas com ações negociadas na Bovespa entre 1997 e 2006. Diferentemente de outros estudos já realizados no Brasil, o índice de governança proporcionado por esta pesquisa compôs-se dos próprios indicadores de eficiência do controle dos problemas de agência – ou seja, dos instrumentos de monitoramento e de alinhamento de interesses dos investidores internos e externos à empresa, propostos pela teoria dos agentes e pelas evidências empíricas sobre esse tema.

Os mecanismos de controle e de alinhamento de interesses considerados na análise empírica formam cinco dimensões inter-relacionadas da governança corporativa: composição do Conselho de Administração, estrutura de propriedade e de controle, modalidades de incentivos aos administradores, proteção dos acionistas minoritários e transparência das informações publicadas. Essas dimensões foram, então, combinadas em um só indicador, que representou a qualidade da governança das empresas.

Na perspectiva da teoria da agência, os critérios de eficiência do Conselho de Administração são: número reduzido de membros, elevada participação de conselheiros independentes e o não-acúmulo das funções de CEO e de presidente do Conselho. Quanto à estrutura de propriedade, supõe-se que o controle seja mais eficiente quando há grandes acionistas na companhia, os quais têm incentivos para monitorar os dirigentes; quando a participação de instituições no capital é mais elevada; e quando a diferença entre o capital votante e a propriedade total dos maiores acionistas é reduzida. Os incentivos são mais eficientes à medida que envolvam elementos variáveis – ou seja, que estejam de algum modo atrelados ao desempenho da firma. Além disso, consideraram-se eficientes os mecanismos mediante os quais a empresa oferece, voluntariamente, maior proteção aos acionistas minoritários. Enfim, supõem-se de maior qualidade as informações de lucros que forneçam aos investidores externos maior suporte para a tomada da decisão de investimento, uma vez que são mais transparentes.

Anteriormente à construção do índice de governança, buscou-se examinar cada uma das dimensões que compuseram esse indicador e as possíveis interdependências entre elas. De maneira geral, constatou-se que o indicador “tamanho (médio) dos Conselhos” das empresas analisadas não se mostrou elevado, estando entre o intervalo recomendado pelos teóricos da agência, e que na maioria das empresas as funções de CEO e de presidente do Conselho são exercidas por pessoas diferentes. Ao contrário, a participação de conselheiros independentes mostrou-se reduzida. Além disso, observaram-se diversos elementos de inter-relacionamento entre essa dimensão e a estrutura de propriedade das empresas.

Quanto à dimensão “estrutura de propriedade”, os dados revelaram uma elevada concentração do capital nas mãos dos maiores acionistas e com tendência de crescimento nos últimos anos, como documentado por outras pesquisas realizadas anteriormente no Brasil, por exemplo, Valadares e Leal (2000). Além disso, verificou-se que a maior parte do capital nas mãos do público consiste de ações preferenciais, embora se tenha observado o decréscimo da

quantidade média dessas ações em circulação. Assim sendo, pode-se dizer que os acionistas minoritários das companhias analisadas participam do capital das empresas. Todavia, eles não têm o poder de participar ou de influenciar as decisões, uma vez que os seus títulos, geralmente, não conferem o direito de voto.

Verificou-se, ainda, que essa dimensão da governança relaciona-se à proteção dos acionistas minoritários, sendo o capital das companhias com ADR e, também, daquelas que concedem aos preferencialistas a vantagem do voto significativamente mais disperso. Além disso, o nível de concentração da propriedade está relacionado ao tipo de controle acionário das empresas, sendo as empresas estrangeiras aquelas com capital menos disperso. Concluiu-se, portanto, que, possivelmente, as ações com maior aceitação dos investidores norte-americanos sejam aquelas de propriedade mais dispersa.

No que se refere à dimensão “incentivos aos administradores”, constatou-se que a maioria das empresas analisadas lança mão de planos de participação dos administradores nos lucros. Os dados mostraram, não obstante, que esse tipo de remuneração incentivadora não está significativamente associado aos critérios de eficiência do Conselho de Administração, cujas funções incluem a compensação e a motivação de dirigentes. Ele também não se relaciona estatisticamente à concentração da propriedade e ao peso de instituições no capital.

A variável “remuneração” revelou-se associada às características específicas das empresas, sobretudo ao seu tamanho e, também, à maior participação de investidores institucionais no capital. Constatou-se, na verdade, que nas grandes empresas, em que a remuneração é, em geral, mais elevada, a participação de investidores institucionais contribui para a redução no nível de pagamento dos dirigentes, o que sugere um maior monitoramento desse tipo de investidor. Ou seja, é possível que eles exerçam maior pressão sobre as empresas, de modo a evitar excessos de remuneração.

Enfim, observaram-se associações entre alguns dos aspectos da dimensão “incentivos aos administradores” e as características do Conselho de Administração e da estrutura de propriedade e de controle das empresas estudadas, sobretudo na análise univariada dos dados.

A dimensão “proteção dos acionistas minoritários” foi analisada essencialmente em função das vantagens vinculadas aos títulos sem direito a voto e da negociação de ADRs em bolsas norte-americanas. O intuito foi examinar se uma maior proteção dos investidores minoritários

se reflete em alguns indicadores de mercado das companhias, como a liquidez, a cotação em bolsa e o índice *book-to-market*.

Os resultados revelaram que os indicadores financeiros examinados são significativamente diferentes entre as empresas agrupadas em função tanto de provisões adicionadas aos seus estatutos para conferir maiores benefícios aos preferencialistas quanto da listagem em bolsas de valores norte-americanas. Enfim, concluiu-se que os investidores percebem e valorizam a proteção mais ampla fornecida, voluntariamente, pelas companhias mediante cláusulas estatutárias e negociação das ações em um ambiente de maior proteção legal, o que se traduz em níveis mais elevados de liquidez e preço dos títulos no mercado.

Por fim, a análise da “transparência das informações contábeis” mostrou que esta dimensão está associada, principalmente, às características específicas das firmas e dos seus setores de atividade, sendo diretamente relacionada às oportunidades de crescimento e à dependência de recursos externos para financiamento. Além disso, quando se empregou uma medida de mercado para representar a transparência, constatou-se que as informações de lucros são de melhor qualidade nas empresas de maior tamanho e naquelas em que o percentual de capital nas mãos dos três maiores acionista é menor, embora a magnitude desse efeito tenha se revelado pequena. A análise univariada sugeriu, ainda, uma associação entre esta dimensão e a “proteção dos acionistas minoritários”.

Após as análises individuais dos mecanismos de controle dos problemas de agência, eles foram reunidos em um índice, que representou a qualidade da governança das empresas analisadas. O índice de qualidade da governança (IQG) foi desenvolvido mediante a técnica de componentes principais, o que consistiu, na verdade, em obter uma média ponderada de todos os componentes gerados, sendo as ponderações as suas respectivas variâncias.

Os diferentes pesos obtidos mediante essa técnica atestam que os mecanismos de governança considerados assumem importâncias distintas no contexto brasileiro. Os resultados mostraram que o índice de governança é dominado pelos indicadores das dimensões “transparência das informações publicadas” e “proteção dos investidores minoritários”, que, por consequência, influenciam mais fortemente o seu comportamento. Ao contrário, os mecanismos composição do “Conselho de Administração” e “estrutura de propriedade e de controle” assumiram participações reduzidas no índice. Eles exercem, por conseguinte, um efeito pequeno sobre o

seu comportamento, especialmente a estrutura de propriedade, que contribui muito pouco na determinação da variável “qualidade da governança”.

A análise do comportamento desse indicador, ao longo do período de estudo, revelou uma tendência efetiva de crescimento no nível de governança das empresas analisadas. Observou-se, também, que a qualidade da governança varia entre os setores de atividade, sendo em média mais elevada nas empresas do setor de telecomunicações. Outrossim, as companhias que negociam ADRs em bolsas norte-americanas apresentaram níveis médios do índice de governança estatisticamente superiores aos das demais.

Quando considerada a identidade do acionista controlador direto, constatou-se que os níveis médios de governança mais altos são observados nas empresas em que o controlador é um investidor institucional, ao passo que os níveis médios mais baixos são encontrados nas empresas cujo controlador é uma família. Essa evidência sugere, assim, que o nível de governança da empresa está associado à sua estrutura de controle.

Em termos de validação, o índice de governança foi, inicialmente, associado aos indicadores: liquidez em bolsa, cotação, valor de mercado e índice *book-to-market* das empresas. Os resultados mostraram que os indicadores de liquidez, a cotação e o valor de mercado das ações aumentam significativamente entre os quintis formados em função da progressão do índice de qualidade da governança. Ao contrário, o índice *book-to-market* revelou-se decrescente entre os quintis do indicador de governança, sugerindo que as companhias com maiores oportunidades de crescimento, que se caracterizam por baixos *book-to-market*, possuem níveis de governança estatisticamente superiores aos das demais. Destarte, os dados sugerem que as ações de companhias bem governadas são mais atrativas aos investidores, o que se traduz em preços e valores de mercado mais altos. Concluiu-se, assim, que a governança tem um valor no mercado; ou seja, os investidores a precificam.

Por fim, a validação externa do índice proposto consistiu em analisar o seu relacionamento com a performance financeira das empresas. Os dados revelaram uma associação positiva e significativa entre o Q de Tobin e o índice de governança IQG, indicando que as empresas bem governadas possuem maior valorização de mercado. Assim sendo, validou-se em grande parte o indicador de governança: a performance da firma está diretamente associada à qualidade da sua governança.

Os resultados da análise empírica revelaram, também, um relacionamento inverso e significativo entre a taxa de retorno ajustada ao risco das ações e a qualidade da governança. Ou seja, verificou-se que os investidores exigem um menor retorno ajustado ao risco das empresas bem governadas. Concluiu-se que, certamente, os investidores entendam que as empresas bem governadas são menos arriscadas e que, nesse caso, as chances de recuperar o seu investimento sejam maiores. No total, essas evidências validam em grande parte o índice de governança proposto: os preços das ações estão diretamente associados à qualidade da governança, o que significa que os investidores se dispõem a pagar um preço mais alto pelos títulos de companhias bem governadas.

Observou-se, ainda, uma associação positiva e significativa entre o indicador de performance operacional e a qualidade da governança. A partir da análise dos dados, concluiu-se que, considerando duas firmas com igual performance contábil, os investidores exigem um menor retorno ajustado ao risco daquela bem governada. Isso significa que eles se dispõem a pagar um preço mais alto pelas ações de empresas que, em sua percepção, têm maior probabilidade de retornar o investimento.

As evidências empíricas aqui relatadas suportam o argumento principal desta tese: a qualidade da governança corporativa inspira a confiança do mercado, o que se traduz em uma maior valorização de mercado das empresas. Isso implica dizer que a governança tem um valor no mercado, visto que os investidores se dispõem a pagar um preço mais alto pelas ações das companhias bem governadas.

O índice de governança proposto e validado nesta tese tem implicações práticas importantes. Em primeiro lugar, a análise empírica atestou a interdependência dos mecanismos de governança, sugerindo que uma metodologia adequada para a construção do índice seria aquela capaz de apreender as interligações e complementaridades existentes entre eles. Esses resultados sugerem que a metodologia empregada nesta pesquisa (análise de componentes principais) é apropriada, uma vez que esse método considera o inter-relacionamento entre as variáveis combinadas.

Em segundo lugar, os diferentes pesos assumidos pelos mecanismos, os quais foram determinados com base nos dados das empresas analisadas, revelaram que as dimensões de transparência e proteção aos investidores minoritários são aquelas com maiores importâncias relativas no contexto brasileiro. Esses resultados podem, assim, motivar as empresas a

priorizar esses mecanismos e, por conseqüência, aumentar os seus níveis de transparência na publicação de informações e de proteção dos investidores e, dessa forma, facilitar a captação de recursos para financiamento no mercado de capitais.

Em terceiro lugar, tendo em vista que o índice de governança simplifica um constructo relativamente complexo e multifacetado, ele tem o potencial de servir como um instrumento de avaliação para as empresas, podendo motivá-las a melhorar seus níveis de governança. Possui, também, o potencial de servir como um instrumento de avaliação para investidores, que podem lançar mão dessa ferramenta para auxiliá-los nas decisões de investimento.

Neste estudo, pensou-se, inicialmente, em elaborar um questionário, que seria enviado às empresas e, também, a investidores profissionais, administradores de ativos, no qual lhes seria interrogado acerca dos aspectos da governança que eles consideram fundamentais e aos quais eles atribuem maior importância. Não obstante, essa tarefa revelou-se delicada e de difícil execução ao longo desta pesquisa, haja vista o seu propósito de trabalhar a partir de um longo período. Assim sendo, recomenda-se para pesquisas futuras a realização desse estudo, o que consistiria em formar painéis de especialistas e, a partir dos resultados, abordar outros mecanismos de controle dos problemas de agência nas empresas.

Enfim, em função dos resultados de estudos futuros como o sugerido acima, outros mecanismos de governança, que se revelem pertinentes, poderão ser incorporados ao índice aqui proposto.

REFERÊNCIAS

- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 31, n. 3, p. 377-397, 1996.
- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, vol. 39, n. 4, p. 338-347, out./nov./dez., 2004.
- ALCHIAN, A; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, vol. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALDRIGHI, D. M; NETO, R. M. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 25, n. 2, p. 115-137, abril/Maio/junho, 2005.
- ANDRES, P.; AZOFRA, V.; LOPEZ, Felix. Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: an international review*, vol. 13, n. 2, p.197-210, 2005.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, vol. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- BAEK, Jae-Seung; KANG, Juan-Koo; PARK, Kyung Suh. Corporate governance and firm value: evidence form the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*. vol. 71, n. 2, p. 265-313, 2004.
- BARNHART, S. W.; ROSENSTEIN, S. Board composition, managerial ownership, and firm performance: an empirical analysis. *The Financial Review*, vol. 33, n. 4, p. 1-16, 1998.
- BASU, S. R. A new way to link development to institutions, policies and geography, *Working Paper* n. 04, Graduate Institute of International Studies, Genebra, 2008.
- BASU, S. R. Estimating the quality of economic governance: a cross-country analysis. *Swiss Society of Economics and Statistics Annual Congress*, Berne, 2003.
- BASU, S. R. Does governance matter? Some evidence from Indian States, *VII Spring Meeting of Young Economists*, Paris, 2002.
- BASU, S.; HWANG, L-S.; MITSUDOME, T.; WEINTROP, J. Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 15, n. 1, p. 56-79, 2007.
- BATHALA, C. T.; RAO, R. P. The determinants of board composition: an agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, vol. 16, n. 1, pp. 59-69, 1995.

BATHALA, C. T.; MOON, K. P.; RAO, R. P. Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency theory perspective. *Financial Management*, vol. 23, n. 3, p. 38-50, 1994.

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*, vol. 5, n. 2, p.91-104, 2004.

BAUM, C. F. *An introduction to modern econometrics using stata*. Stata press, 2006.

BAUM, C. F. Residual diagnostics for cross-section time series regression models. *Stata Journal*, vol. 1, n.1, p.101-104, 2001.

BAUM, C. F.; SCHAFFER, M. E.; STILLMAN, S. Instrumental variables and GMM: Estimation and testing. *Stata Journal*, vol. 3, n. 1, p. 1-31, 2003.

BAUM, C. F.; SCHAFFER, M. E.; STILLMAN, S. Enhanced routines for instrumental variables/GMM estimation and testing. *Stata Journal*, vol. 7, n.4, p. 465-506, 2007.

BAYSINGER, B. D.; BUTLER, H. Corporate governance and the board of directors: performance effects o changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 1, n. 1, p. 101-124, 1985.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan, 1932.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner Coit. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

BHAGAT, S.; BLACK, B. Board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, vol.27, n. 1, p. 231-273, 2002.

BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, May, vol.54, n. 3, p. 921-963, 1999.

BHAGAT, S.; JEFFERIS, R. H. Jr. *The econometrics of corporate governance studies*. Cambridge: The MIT Press, 2002.

BATTACHARYA, U.; DAOUK, H.; WELKER, M. The world price of earnings opacity. *Accounting Review*, vol. 78, n. 3, p.641-678, 2003.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance predict firms' market value? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 22, n. 2, p.366-413, 2006.

BLACK, B. S.; KIM, W.; JANG, H.; PARK, K. S. Does corporate governance predict firms' market value? Time-series evidence from Korea. ECGI - *Finance Working Paper No. 103*, Novembro, 2005. Disponível na internet no site da SSRN: <http://ssrn.com/abstract=844744>.

BLUNDELL, R.; BOND, S. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, vol. 87, n. 1, p. 115-143, 1998.

- BOHREN, O.; ODEGAARD, B. A. Governance and performance revisited. *ECGI – Finance Working Paper N.28/2003*, Fevereiro, 2004. Disponível na internet no site: <http://ssrn.com/abstract=423461>.
- BOND, S. R. Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice. *Portuguese Economic Journal*, vol. 1, n. 2, p.141-162, 2002.
- BRADLEY, Nick. How to measure and analyze corporate governance. *International Financial Law Review*, vol. 22, n. 10, p.40-47, 2003.
- BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre a sociedade por ações.
 _____. Lei n. 9.457, de 05 de maio de 1997.
 _____. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001.
- BROOKS, C. *Introductory econometrics for finance*. New York: Cambridge University Press, 2002.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 25, n. 4, p. 409-434, 2006.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. *Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York*, vol. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.
- CARVALHAL DA SILVA, A. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, vol. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez., 2004.
- CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, vol. 37, n. 3, p.19-32, jul/set, 2002.
- CHANDLER, A. D. *scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge: The Belknap press of Harvard University Press, 1990.
- CHARREAUX, G. *Le gouvernement des entreprises – Corporate governance: théories et faits*. Paris: Economica, 1997.
- CHARREAUX, G. Quelle théorie pour la gouvernance? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive. *Working Paper Fargo*, (Research center in Finance, organizational architecture and governance), Université de Bourgogne, 2002. Disponível na internet no site: <http://ideas.repec.org/p/dij/wpfarg/010401.html>.
- CHARREAUX, G. Le conseil d’administration dans les théories de la gouvernance. *Working Paper Fargo*, (Research center in Finance, organizational architecture and governance), Université de Bourgogne, 2000a. Disponível na internet no site: <http://ideas.repec.org/p/dij/wpfarg/001201.html>.
- CHARREAUX, G. Le conseil d’administration dans les théories de la gouvernance. *La Revue du Financier*, vol. 127, dezembro, p.6-17, 2000b.

- CHARREAUX, G. La théorie positive de l'agence: lecture et relectures... *Working Paper Fargo* (Research center in Finance, organizational architecture and governance), Université de Bourgogne, 1998. Disponible na internet no site: <http://ideas.repec.org/p/dij/wpfarg/0980901.html>.
- CHARREAUX, G. La théorie positive de l'agence: lecture et relectures... In: KOENIG, G. (org.). *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIe siècle*. Paris: Economica, p.61-141, 1999b.
- CHARREAUX, G. La théorie positive de l'agence: positionnement et apports. *Working Paper Fargo* (Research center in Finance, organizational architecture and governance), Université de Bourgogne, 1999a. Disponible na internet no site: <http://ideas.repec.org/p/dij/wpfarg/0991201.html>.
- CHARREAUX, G. La théorie positive de l'agence: positionnement et apports. *Revue d'Economie Industrielle*, vol.92, n. 1, p.193-214, 2000c.
- CHARREAUX, G.; DEBRIÈRES, P. Le point sur...Le gouvernement des entreprises. *Revue Banque & Marchés*, vol. 29, jul/ago, p.43-49, 1997.
- CHARREAUX, G.; DEBRIÈRES, P. Le point sur...Le gouvernement des entreprises. *Working Paper Fargo* (Research center in Finance, organizational architecture and governance), Université de Bourgogne, 1997. Disponible na internet no site: <http://ideas.repec.org/p/dij/wpfarg/0970701.html>.
- CHARREAUX, G.; PITOL-BELIN, Jean-Pierre. La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration. *Working Paper Fargo* (Research center in Finance, organizational architecture and governance), Université de Bourgogne, 1985. Disponible na internet no site: <http://ideas.repec.org/p/dij/wpfarg/0851101.html>.
- CHARREAUX, G.; PITOL-BELIN, Jean-Pierre. La théorie contractuelle des organisations: une application au conseil d'administration. In: CHARREAUX, G. (org.). *Le gouvernement des entreprises*. Paris: Economica, p.165-192, 1997.
- CHI, D. J. Understanding the endogeneity between firm value and shareholder rights. *Financial Management*, vol. 34, n. 4, p. 65-76, 2005.
- CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 47, n. 1, p. 103-121, 1998.
- CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, vol. 23, n.3, p. 70-74, 1994.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, vol. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.
- COASE, R. H. The nature of the firm. *Economica*, vol.4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- COFFEE, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, vol. 93, n. 3, 641-708, 1999.

- COFFEE, J. Racing towards the top? The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance. *Columbia Law Review*, vol. 102, n. 7, p. 1757-1831, 2002.
- CONYON, M. J.; PECK, S.I. Board size and corporate performance: evidence from European countries. *European Journal of Finance*, vol. 4, n. 3, p. 291-304, 1998.
- CORE, J. E.; GUAY, W. R.; LARCKER, D. F. Executive equity compensation and incentives: a survey. *Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York*, vol. 9, n.1, p. 27-50, 2003.
- CORE, J. E.; GUAY, W. R.; RUSTICUS, T. O. Does weak corporate governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance*, vol. 61, n. 2, p. 655-687, 2006.
- CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n.3, p. 371-406, 1999.
- CREMERS, K.J.; NAIR, V. B. Governance mechanisms and equity prices. *Journal of Finance*, vol. 60, n. 6, p. 2859-2894, 2005.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.
- DRISCOLL, J. C.; KRAAY, A. C. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, n. 4, p.549-560, 1998.
- DOIDGE, C. What is the effect of cross-listing on corporate ownership and control? *Working Paper*, Agosto, 2005. Disponível na internet no site: <http://ssrn.com/abstract=775985>.
- DOIDGE, C. U.S. cross-listing and the private benefits of control: evidence from dual-class firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 72, n. 3, p. 519-553, 2004.
- DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. Why are foreign firms listed in the U.S. worth more? *Journal of Financial Economics*, vol. 71, n. 2, p. 205-238, 2004.
- DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; LINS, K. V.; STULZ, R. M.; MILLER, D. P. Private Benefits of Control, Ownership, and the Cross-Listing Decision. *ECGI - Finance Working Paper No. 77/2005*, abril, 2006. Disponível na internet no site: <http://ssrn.com/abstract=668424>.
- DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, vol. 20, n.1, p.65-91, 1995.
- DROBETZ, W.; SHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, vol. 10, n. 2, p. 267-293, 2004.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, vol. 6, n. 2, p. 09-27, Maio/Ago., 2002.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, vol. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ERTUGRUL, M; HEGDE, S. Corporate governance scores and firm performance. *Working Paper*, Setembro, 2005. Disponível na internet no site: <http://ssrn.com/abstract=686001>.

EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, vol. 48, n. 1, p. 35-54, 1998.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, vol. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F; FRENCH, K. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, vol. 47, n. 2, p.427-465, 1992.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n. 2, p.301-325, 1983a.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics*, vol. 26, n. 2, p. 327-349, 1983b.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, vol. 7, n. 4, out/dez, p.27-43, 2000.

FERNANDES, N. G.; FERREIRA, M. A. The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis. *Working Paper*, outubro, 2007. EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper. Disponível na internet no site: <http://ssrn.com/abstract=965636>.

FINKELSTEIN S.; HAMBRICK, D. C. Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*, vol. 10, n.2, p.121-134, 1989.

FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y.; RUI, O. M. Corporate performance and CEO compensation in China. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, n. 3, p. 693-714, 2006.

GIL, Antônio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GILLAN, S. L. Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, n. 3, p. 381-402, 2006.

GILLAN, S. L.; HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Explaining corporate governance: boards, bylaws and charter provisions. *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper N. 2003-03*, agosto, 2003.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, n.3, p.10-34, 1998. Disponível na internet no site: <http://ssrn.com/abstract=663523>.

- GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.
- GRINBLATT, M.; TITMAN, S. *Financial markets and corporate strategy*. 2^a ed. McGraw-Hill, 2001.
- HAIL, L.; LEUZ, C. Cost of capital effects and changes in growth expectations around U.S. cross-listings. ECGI - *Finance Working Paper* n. 46/2004, outubro, 2006. Disponível na internet no site: <http://ssrn.com/abstract=938230>.
- HALL, B. J.; LIEBMAN, J. B. Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, vol. 103, n. 3, p. 653-691, 1998.
- HANSEN, L. Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica*, vol. 50, n. 4, p. 1029-1054, 1982.
- HARTZELL, J. C.; STARKS, L. T. Institutional investors and executive compensation. *Journal of Finance*, vol. 58, n. 6, p. 2351-2374, 2003.
- HAUSMAN, J. Specification test in econometrics. *Econometrica*, vol. 46, n.3, p.1251-1271, 1978.
- HAWLEY, J. P.; WILLIAMS, A. T. Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism: a review of the literature. *Working Paper*, janeiro, 1996. Disponível na internet no site: <http://www.lens-library.com/info/paper96/first/firstcontents.htm>.
- HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York*, vol. 9, n. 1, p. 7-26, 2003.
- HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, vol. 20, n. 4, p. 101-112, 1991.
- HIMMELBERG, C., HUBBARD, R.G., PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, vol. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.
- HOECHLE, D. Robust standard errors for panel regressions with cross-section dependence. *Stata Journal*, vol. 7, n.3, p. 281-312, 2007.
- HOLDERNESS, C. G. A survey of blockholders and corporate control. *Economic Policy Review – Federal Reserve Bank of New York*, vol. 9, n. 1, p. 51-63, 2003.
- HOLDERNESS, C. G.; SHEEHAN, D. P. The role of majority shareholders in publicly held corporations. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, jan/mar, p. 317-346, 1988.
- HOLDERNESS, C., KROSZNER, R., SHEEHAN, D. Were the good old days that good? evolution of managerial stock ownership and corporate governance since the great depression. *Journal of Finance*, vol. 54, n. 2, p. 435-469, 1999.
- HUTHER, J. An empirical test of the effect of board size on firm efficiency. *Economics letters*, vol. 54, n. 3, p. 259-264, 1997.

JACKSON, J. E. *A user's guide to principal components*. New York: John Wiley & Sons, 1991.

JENSEN, M. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover. *American Economic Review*, vol 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C. *Foundations of Organizational Strategy*. Cambridge: Harvard University Press, 1998.

JENSEN, M. C. Organization Theory and Methodology. *Accounting Review*, vol. 58, n. 2, p. 319-339, 1983.

JENSEN, M. C. Self-interests, altruism, incentives, and agency theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n. 2, p. 40-45, 1994.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, vol. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C. *A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.

JENSEN, M.; MECKLING, W. The theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The Nature of Man. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

JENSEN, M. C; MECKLING, W. H., Specific and General Knowledge and Organizational Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, n. 2, 1995.

JENSEN, M.; MURPHY, K. Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, vol. 98, n. 2, p. 225-264, 1990.

JOHNSON, R., A.; WICHERN, D. W. *Applied multivariate statistical analysis*. New Jersey: Prentice Hall, 1988. Cap. 8.

JOHNSTON, J.; DINARDO, J. *Econometric methods*. 4^a ed. New York: McGraw-Hill, 1997.

KAPLAN, S. N. Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy*, vol. 102, n. 3, p. 510-546, 1994.

KATO, T.; KIM, W.; LEE, J. H. Executive compensation, firm performance, and Chaebols in Korea: evidence from new panel data. *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 15, n. 1, p. 36-55, 2007.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

- KLEIN, April. Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, vol. 41, n. 1, p. 275-303, 1998.
- KRISHNAKUMAR, J.; NAGAR, A. L. On exact statistical properties of multidimensional indices based on principal components, factor analysis, MIMIC and structural equation models. *Social Indicators Research*, vol. 86, n. 3, p. 481-496, 2008.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, vol. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, vol. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, vol. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, vol. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.
- LANG, M. H.; LINS, K. V.; MILLER, D. P. ADRs, analysts, and accuracy: does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase and increase market value? *Journal of Accounting Research*, vol. 41, n.2, p. 317-345, 2003.
- LANG, M.; RAEDY, J. S.; YETMAN, M. How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research*, vol. 41, n.2, p. 363-386, 2006.
- LANG, M. H.; RAEDY, J. S.; WILSON, W. Earnings management and cross listing: are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, n.1-2, p. 255-283, 2006.
- LANZANA, A. P. Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras. *Dissertação de Mestrado* apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004. Disponível na internet no site: <http://www.teses.usp.br>. Acesso em 5 de junho de 2006.
- LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. How important is corporate governance? *Working Paper*, The Wharton School, University of Pennsylvania, 2005.
- LEAL, R. P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, vol. 6, n. 1, jan/abr, p. 7-18, 2002.
- LEAL, R. P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). *Research Network Working Papers*, October, 2005.
- LEE, D. E.; TOMPKINS, J. G. A modified version of the Lewellen e Badrinath mesure of Tobin's Q. *Financial Management*, vol. 28, n. 1, p. 20-31, 1999.

- LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British Companies. *Economic Journal*, vol. 101, n. 409, p. 1418-1437, 1991.
- LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. D. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, vol. 69, n.3, p.505-527, 2003.
- LEUZ, C. Cross listing, bonding and firm's reporting incentives: a discussion of Lang, Raedy and Wilson (2006). *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, n.1-2, p. 285-299, 2006.
- LEWELLEN, W. G.; BADRINATH, S. G. On the measurement of Tobin's Q. *Journal of Financial Economics*, vol. 44, n. 1, p. 77-122, 1997.
- LINDENBERG, E.; ROSS, S. Tobin's Q ratio and industrial organization. *Journal of Business*, vol.54, n. 1, p. 1-32, 1981.
- LIPTON, M., LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, vol. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.
- MAGNAN, M.; ST-ONGE, S. The impact of profit sharing on the performance of financial services firms. *Journal of Management Studies*, vol. 42, n. 4, pp. 761-791, 2005
- MAK, Y.T.; LI, Yuan. Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, n 3, p.235-256, 2001.
- McCONNELL, J. L.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n. 2, p. 595-612, 1990.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, jan/mar, p. 293-316, 1988.
- MURPHY, K. Executive compensation. *Working Paper*, abril, 1998. Disponível na internet no site: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914.
- NAGAR, A. L.; BASU, S.R. Weighting socio-economic indicators of human development: a latent variable approach. In: ULLAH et al. (org.). *Handbook of applied econometrics and statistical inference*. New York: Marcel Dekker, 2002. Cap. 29.
- NIU, F. F. Corporate governance and the quality of accounting earnings: a canadian perspective. *International Journal of Managerial Finance*, vol. 2, n. 4, p. 302-327, 2006.
- PETERSEN, T. The economics of organization: the principal-agent relationship. *Acta sociológica*, vol. 36, p. 277-293, 1993.
- PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBARGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 58, n. 1, p. 121-146, Jan/Mar, 2004.
- REESE JR, W. A.; WEISBACH, M. S.. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*, vol. 66, n.1, p.65-104, 2002.

- RETTO, M. G. B. Evolução legislativa das ações preferenciais no Brasil e os institutos a ela relacionados. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 43, n. 133, p. 121-142, 2004.
- ROODMAN, D. How to do xtabond2: an introduction to “difference” and “system” GMM in stata. *Working Paper* n. 103, Center for Global Development, 2006.
- ROSENSTEIN, S.; WYATT, J. G. Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, vol. 44, n 2, p. 229-250, 1997.
- ROSS, S. A. The economic theory of agency: the principal’s problems. *American Economic Review*, vol. 62, p. 134-139, 1973.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995.
- SARGAN, J. The estimation of economic relationships using instrumental variables. *Econometrica*, vol. 26, n. 3, p. 393-415, 1958.
- SCHIEHL, E.; SANTOS, I. O. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. *Revista de Administração*, vol. 39, n. 4, p. 373-384, out./nov./dez., 2004.
- SCHIPPER, K. Earnings management. *Accounting Horizons*, vol. 3, no. 4, p.91-102, 1989.
- SEVESTRE, P. *Économetrie des données de panel*. Paris: Dunod, 2002.
- SILVEIRA, A. Di Miceli. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. *Tese de Doutorado* apresentado à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004. Disponível na internet no site: <http://www.teses.usp.br>. Acesso em: 5 de junho de 2006.
- SILVEIRA, A. Di Miceli; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, vol. 43, n. 3, p. 50-64, Jul./Ago./Set., 2003.
- SILVEIRA, A. Di Miceli; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração*, vol. 39, n. 4, p.362-372, out./nov./dez., 2004.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, vol. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, vol. 22, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SKAIFE, Hollis Ashbaugh; COLLINS, Daniel. W.; LAFOND, Ryan. Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. *Working Paper*, Dezembro, 2004. Disponível na internet no site: <http://ssrn.com/abstract=639681>.

SOUSA, C. C. Dividendo diferenciado na nova Lei da S.A. (Lei n. 10.303/2001): um flagrante retrocesso. *Jus Navegandi*, Teresina, ano 7, n. 65, maio, 2003. Disponível na internet no site: <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=4044>.

STOCK, J. H.; WATSON, M. W. Heteroskedasticity-robust standard errors for fixed effects panel data regression. *Working Paper* n. 323, 2006. Disponível na internet: <http://www.nber.org/papers/t0323>.

STULZ, R. M. Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital. National Bureau of Economic Research, *Working Paper Series N. 7021*, março, 1999. Disponível na internet no site: <http://www.nber.org/papers/w7021>.

TOZZINI, S.; BERGER, R. Dividendos das ações preferenciais e aquisição de direito de voto pelos preferencialistas. *Jus Navegandi*, Teresina, ano 6, n. 57, jul., 2002. Disponível na internet no site: <http://jus2.uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=2968>.

TREMBLAY, M., CHENEVERT, Denis. Rôle des mécanismes de gouvernance dans la détermination de la rémunération des cadres supérieurs: une étude internationale, 2004. Disponível na internet no site: http://www.agrh2004esg.uqam.ca/pdf/Tome2/Tremblay_Chenevert.pdf.

TURNBULL, S. Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Scholarly Research and Theory Papers*, vol. 5, n. 4, p. 180-205, 1997.

VALADARES, S.; LEAL, R. P. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Working Paper*, COPPEAD/UFRJ, 2000. Disponível na internet no site: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409.

WILLIAMS, P. L. *The emergence of the theory of the firm*. Macmillan Press LTD, 1978.

WILLIAMSON, O. E. *Markets and hierarchies*. New York: Free Press, 1975.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introductory Econometrics: a modern approach*. 3 ed. New York: Thomson, 2006.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. 1 ed. Cambridge, 2002.

YEMARK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n. 2, p. 185-212, 1996.

ZHOU, X. Executive compensation and managerial incentives: a comparison between Canada and the United States. *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, n. 3, p. 277-301, 1999.

OCDE. <http://www.oecd.org>

CVM. <http://www.cvm.gov.br>

IBGC. <http://www.ibgc.org.br>

ANEXO

AMOSTRA

Empresa	Código na Bolsa	Setor	Empresa	Código na Bolsa	Setor
Acesita	ACES4	Siderur & Metalur	Magnesita	MAGS5	Mineração
AES Elpa	AELP3	Energia Elétrica	Manasa	MNSA4	Agro e Pesca
AES Tiete	GETI4	Energia Elétrica	Mangels Indl	MGEL4	Siderur & Metalur
Albarus	ALBA3	Veiculos e peças	Mannesmann	MANM4	Siderur & Metalur
Alfa Consorç	BRGE12	Outros	Marcopolo	POMO4	Veiculos e peças
Alfa Holding	RPAD6	Outros	Mendes Jr	MEND6	Construção
ALL Amer Lat	ALLL11	Transporte Serviç	Metal Leve	LEVE4	Veiculos e peças
Alpargatas	ALPA4	Textil	Metisa	MTSA4	Siderur & Metalur
Ambev	AMBV4	Alimentos e Beb	Minupar	MNPR4	Alimentos e Beb
Ampla Energ	CBEE3	Energia Elétrica	Mont Aranha	MOAR3	Outros
Antarct Nordeste	IBAN5	Alimentos e Beb	Mundial	MNDL4	Siderur & Metalur
Aracruz	ARCZ6	Papel e Celulose	Natura	NATU3	Comércio
Arcelor BR	ARCE3	Siderur & Metalur	Net	NETC4	Outros
Bandeirante Energ	EBEN4	Energia Elétrica	Nitrocarbono	CARB5	Química
Bardella	BDLL4	Máquinas Indust	Odebrecht	ODBE4	Outros
Battistella	BTTL4	Comércio	OHL Brasil	OHLB3	Transporte Serviç
Bic Caloi	BCAL6	Veiculos e peças	Oxiteno	OXIT4	Química
Biommm	BIOM4	Outros	P.Acucar-CBD	PCAR4	Comércio
Bombril	BOBR4	Química	Panatlantica	PATI4	Siderur & Metalur
Br Brokers	BBRK3	Outros	Par Al Bahia	PEAB4	Outros
Bradespar	BRAP4	Outros	Paraibuna	PRBN4	Siderur & Metalur
Brasil T Par	B RTP4	Telecomunicações	Paranapanema	PMAM4	Siderur & Metalur
Brasil Telec	BRTO4	Telecomunicações	Paul F Luz	PALF7	Energia Elétrica
Brasilit	LITS3	Minerais não Met	Perdigao S/A	PRGA4	Alimentos e Beb
Braskem	BRKM5	Química	Petrobras	PETR4	Petróleo e Gas
Brasmotor	BMTO4	Eletroeletrônicos	Petrobras Distrib	BRDT4	Petróleo e Gas
Bunge Alimentos	CEVA4	Alimentos e Beb	Petroflex	PEFX5	Química
Bunge Brasil	MSAN4	Alimentos e Beb	Petroq Uniao	PQUN4	Química
Bunge Fertilizantes	MAHS4	Química	Petroquisa	PTQS4	Química
Caemi	CMET4	Mineração	Pettenati	PTNT4	Textil
Caf Brasilia	CAFE4	Alimentos e Beb	Peve Predios	PVPR4	Outros
CCR Rodovias	CCRO3	Transporte Serviç	Pirelli	PIRE4	Eletroeletrônicos
CEB	CEBR5	Energia Elétrica	Pirelli Pneus	PIP4	Outros
Celesc	CLSC6	Energia Elétrica	Plascar Part	PLAS4	Veiculos e peças
Celg	CGOS6	Energia Elétrica	Polar	POLA4	Alimentos e Beb
Celpe	CEPE5	Energia Elétrica	Polialden	PLDN4	Química
Cemat	CMGR4	Energia Elétrica	Politeno	PLTO6	Química
Cemig	CMIG4	Energia Elétrica	Portobello	PTBL4	Minerais não Met
Cesp	CESP5	Energia Elétrica	Pronor	PNOR5	Química
Ceterp	CETE4	Telecomunicações	Randon Part	RAPT4	Veiculos e peças
Chapeco	CHAP4	Alimentos e Beb	Rasip Agro	RSIP4	Agro e Pesca
Cia Hering	HGTX4	Textil	Recrusul	RCSL4	Veiculos e peças
Cim Itau	ICPI4	Minerais não Met	Rede Energia	REDE4	Energia Elétrica
Coelba	CEEB5	Energia Elétrica	Ren Hermann	RHER4	Química
Coelce	COCE5	Energia Elétrica	Renar	RNAR3	Agro e Pesca
Comgas	CGAS5	Petróleo e Gas	Rexam BCSA	LATS3	Siderur & Metalur
Confab	CNFB4	Siderur & Metalur	Rio Gde Ener	RGEG3	Energia Elétrica

AMOSTRA (continuação)

Empresa	Código na Bolsa	Setor	Empresa	Código na Bolsa	Setor
Contax	CTAX4	Outros	Ripasa	RPSA4	Papel e Celulose
Copel	CPLE6	Energia Elétrica	Rossi Resid	RSID3	Construção
Copesul	CPSL3	Química	S Gobain Canal	BARB4	Siderur & Metalur
Cosan	CSAN3	Alimentos e Beb	S Gobain Vidro	VSMA3	Minerais não Met
Cosipa	CSPC4	Siderur & Metalur	Sabesp	SBSP3	Outros
Coteminas	CTNM4	Textil	Sadia S/A	SDIA4	Alimentos e Beb
CPFL Energia	CPFE3	Energia Elétrica	Samitri	SAMI4	Mineração
CPFL Geracao	CPFG4	Energia Elétrica	Sanepar	SAPR4	Outros
CPFL Piratininga	CPFP4	Energia Elétrica	Santistextil	ASTA4	Textil
Cremer (ANTIGA)	CREM4-old	Textil	Sao Carlos	SCAR4	Outros
CRT Celular	C RTP5	Telecomunicações	Saraiva Livr	SLED4	Outros
CRT CiaRGTelec	CRGT5	Telecomunicações	Savirg	VAGV4	Transporte Serviç
Cyrela Realty	CYRE4	Construção	Schlosser	SCLO4	Textil
Dasa	DASA3	Outros	Schulz	SHUL4	Veiculos e peças
Dimed	PNVL4	Comércio	Seara Alim	SALM4	Alimentos e Beb
Dixie Toga	DXTG4	Outros	Sergen	SGEN4	Construção
Doc Imbituba	IMBI4	Transporte Serviç	Sharp	SHAP4	Eletroeletrônicos
DTCOM Direct	DTCY3	Outros	Sibra	SIBR7	Siderur & Metalur
Duratex	DURA4	Outros	Sid Nacional	CSNA3	Siderur & Metalur
Elekeiroz	ELEK4	Química	Sid Tubarao	CSTB4	Siderur & Metalur
Elektro	EKTR4	Energia Elétrica	Souto Vidig	PVLT3	Outros
Eletrobras	ELET6	Energia Elétrica	Souza Cruz	CRUZ3	Outros
Eletropaulo	ELPL5	Energia Elétrica	Staroup	STRP4	Textil
Eleva	ELEV3	Alimentos e Beb	Sultepa	SULT4	Construção
EMAE	EMAE4	Energia Elétrica	Suzano Papel	SUZB5	Papel e Celulose
Embraco	EBCO4	Máquinas Indust	Suzano Petr	SZPQ4	Química
Embraer	EMBR4	Veiculos e peças	TAM S/A	TAMM4	Transporte Serviç
Embratel Part	EBTP4	Telecomunicações	TAM Transp	TAMR4	Transporte Serviç
Energias BR	ENBR3	Energia Elétrica	Tectoy	TOYB4	Outros
Ericsson	ERIC4	Eletroeletrônicos	Teka	TEKA4	Textil
Escelsa	ESCE3	Energia Elétrica	Tekno	TKNO4	Siderur & Metalur
Estrela	ESTR4	Outros	Tele Centroeste Cel	TCOC4	Telecomunicações
Eternit	ETER4	Minerais não Met	Tele Leste Celular	TLCP4	Telecomunicações
F Cataguazes	FLCL5	Energia Elétrica	Tele Nordeste Celul	TNEP4	Telecomunicações
Ferbasa	FESA4	Siderur & Metalur	Tele Nort CI	TNCP4	Telecomunicações
Ferti Serrana	FTSE4	Química	Tele Sudeste Celula	TSEP4	Telecomunicações
Fertibras	FBRA4	Química	Telebahia	TEBA5	Telecomunicações
Fertiza	FTZA4	Química	Telebahia Celular	TBAC6	Telecomunicações
Fibam	FBMC4	Siderur & Metalur	Telebras	TELB4	Outros
Forjas Taurus	FJTA4	Siderur & Metalur	Telebrasil	TBRS4	Telecomunicações
Fosfertil	FFTL4	Química	Telefonica Data Hld	TDBH4	Telecomunicações
Fras-Le	FRAS4	Veiculos e peças	Telemar	TNLP4	Telecomunicações
Ger Paranap	GEPA4	Energia Elétrica	Telemar N L	TMAR6	Telecomunicações
Gerdau	GGBR4	Siderur & Metalur	Telemig	TMGR6	Telecomunicações
Gerdau Met	GOAU4	Siderur & Metalur	Telemig Cl	TMGC7	Telecomunicações
Globex	GLOB4	Comércio	Telemig Part	TMCP4	Telecomunicações
Gol	GOLL4	Transporte Serviç	Telesp	TLPP4	Telecomunicações
Gradiente	IGBR5	Eletroeletrônicos	Tim Nordeste	TPEC6B	Telecomunicações
Grazziotin	CGRA4	Comércio	Tim Part S/A	TCSL4	Telecomunicações
Grendene	GRND3	Textil	Tim Sul	TPRC6	Telecomunicações
Guararapes	GUAR4	Textil	Tractebel	TBLE6	Energia Elétrica

AMOSTRA (continuação)

Empresa	Código na Bolsa	Setor	Empresa	Código na Bolsa	Setor
Ideiasnet	IDNT3	Outros	Trafo	TRFO4	Eletroeletrônicos
Ienergia	IENG5	Energia Elétrica	Tran Paulist	TRPL4	Energia Elétrica
Iguacu Cafe	IGUA5	Alimentos e Beb	Transbrasil	TRBR4	Transporte Serviç
Inds Romi	ROMI4	Máquinas Indust	Trevisa	LUXM4	Outros
Inepar	INEP4	Outros	Trikem	CPCA4	Química
Iochp-Maxion	MYPK4	Veiculos e peças	Tupy	TUPY4	Veiculos e peças
Ipiranga Dis	DPPI4	Petróleo e Gas	Ultrapar	UGPA4	Química
Ipiranga Pet	PTIP4	Petróleo e Gas	Unipar	UNIP6	Química
Ipiranga Ref	RIPI4	Petróleo e Gas	Usiminas	USIM5	Siderur & Metalur
Itausa	ITSA4	Outros	Usin C Pinto	UCOP4	Alimentos e Beb
Itautec	ITEC3	Eletroeletrônicos	V C P	VCPA4	Papel e Celulose
Iven	IVEN4	Energia Elétrica	Vale R Doce	VALE5	Mineração
J B Duarte	JBDU4	Alimentos e Beb	Varig Serv	VPSC4	Transporte Serviç
Joao Fortes	JFEN3	Construção	Varig Transp	VPTA4	Outros
Klabin S/A	KLBN4	Papel e Celulose	Vicunha Text	VINE5	Textil
Kuala	ARTE4	Textil	Vigor	VGOR4	Alimentos e Beb
La Fonte Par	MLFT4	Outros	Vivo	VIVO4	Telecomunicações
Light S/A	LIGT3	Energia Elétrica	Weg	WEGE4	Máquinas Indust
LightPar	LIPR3	Energia Elétrica	Wetzel S/A	MWET4	Veiculos e peças
Lix da Cunha	LIXC4	Construção	Whirpool	WHRL4	Eletroeletrônicos
Localiza	RENT3	Transporte Serviç	Wiest	WISA4	Veiculos e peças
Lojas Americ	LAME4	Comércio	Wlm Ind Com	SGAS4	Petróleo e Gas
M G Poliest	RHDS4	Química	Yara Brasil	ILMD4	Química