

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE:
DETERMINANTES E RELAÇÃO COM O DESEMPENHO DAS EMPRESAS
NO BRASIL**

Alexandre Di Miceli da Silveira

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO
Novembro de 2004

Prof. Dr. Adolpho Jose Melfi
REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Prof.a. Dra. Maria Tereza Leme Fleury
DIRETOR DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondin de Vasconcellos
CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Isak Kruglianskas
COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

ALEXANDRE DI MICELI DA SILVEIRA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE:
DETERMINANTES E RELAÇÃO COM O DESEMPENHO DAS EMPRESAS
NO BRASIL**

Tese de doutorado apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

Área de concentração: Finanças

São Paulo

Novembro de 2004

Silveira, Alexandre Di Miceli da

Governança corporativa e estrutura de propriedade : determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil / Alexandre Di Miceli da Silveira. -- São Paulo, 2004.

250 f.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004

Bibliografia.

1. Governança corporativa 2. Teoria da agência I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. II. Título.

CDD – 658.4

*Ao meu pai,
Prof. Dr. Joaquim Albenisio G. da Silveira,
pelo exemplo diário de dedicação aos estudos
em nossa casa desde quando éramos pequenos,
pelo exemplo de como ser pesquisador
e pela orientação,
Dedico*

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. Rubens Famá, meu orientador nos cursos de mestrado e doutorado, pelo permanente incentivo à pesquisa, pela amizade e cavalheirismo, pelo aprendizado nas suas disciplinas da pós-graduação e pelo exemplo de atitude científica e dedicação acadêmica.

Ao Prof. Dr. José Roberto Securato, membro da banca, pelas oportunidades oferecidas para meu desenvolvimento desde o início do curso de mestrado, pelo aprendizado nas suas disciplinas da pós-graduação e pelo exemplo de dinamismo e entusiasmo para desenvolver nossa área de finanças, especialmente por meio do Laboratório de Finanças.

Ao Prof. Dr. Ricardo Pereira Câmara Leal, membro da banca, pela pronta disposição em participar das bancas de qualificação e defesa, pelas valiosas críticas e contribuições que aprimoraram esta tese, pelo exemplo como pesquisador e pelas iniciativas para desenvolver a área de finanças no Brasil, principalmente nas questões ligadas a governança corporativa.

Ao Prof. Dr. Keyler Carvalho Rocha, membro da banca, pelo aprendizado nas disciplinas da pós-graduação, pelo exemplo como um dos pioneiros da área de finanças da Escola e pelo acompanhamento nos cursos de mestrado e doutorado.

Ao Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo, membro da banca, por aceitar prontamente o convite e pelas críticas e contribuições ao trabalho.

Ao amigo e Prof. Dr. Lucas Ayres Barros, com quem sempre tiro minhas dúvidas e com quem tenho a honra de escrever artigos em conjunto, pelo apoio e orientação em todas as etapas desta tese, pelas várias revisões e discussões, e, acima de tudo, pela forte amizade, pela convivência e pelo exemplo de dedicação acadêmica e filosofia de vida.

Aos professores Prof. Dr. José de Oliveira Siqueira, Prof. Dr. Decio Zylbersztajn e Prof. Dr. Abrahan Sin Oih Yu, pelas excelentes disciplinas da pós-graduação de econometria, economia das organizações e teoria da decisão, respectivamente, que contribuíram de maneira decisiva para a elaboração deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Cléber Aquino, pelo incentivo permanente à educação dentro e fora da sala de aula, pela orientação desde o início e pelo aprendizado de vida.

Aos amigos da FEA, que me acompanharam durante todo esse período e que tiveram paciência para ouvir minhas conversas técnicas em almoços e jantares que deveriam ser mais descontraídos: Ana Paula Lanzana, André Luiz Oda, Cláudia Emiko Yoshinaga, Fernanda Michalischen, Flávio Málaga, Junio Fuentes, Raquel Freitas de Oliveira e Rodrigo Takashi Okimura. Em especial à Raquel, pela minuciosa revisão do trabalho e importantes sugestões.

Aos amigos Camila Morais, Claudiano Souza, Eduardo Leite, Eduardo Paz, Elton Takimoto, João Quariguasi e Priscilla Koo, pelo convívio. Ao amigo e atleta olímpico Hugo Hanashiro, pelo exemplo de dedicação incansável na busca por objetivos. Em especial à Milena Amorim Miranda, que pacientemente abriu mão de diversos momentos que poderiam ser mais agradáveis para acompanhar-me na elaboração desta tese, incluindo um carnaval inteiramente dedicado à coleta de dados e inúmeros testes econométricos.

Por fim, à minha família: ao meu pai, pelo amor e incentivo, à minha mãe Eliana, pelo amor e pelas orações, e aos meus irmãos Bruno e Thaís, pela motivação, carinho e afeto.

RESUMO

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 2004. 250 p. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

Governança corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência. O tema é importante por ser bem difundida a hipótese de que as práticas de governança afetam o desempenho das empresas. Esta tese tem como objetivo avaliar se os mecanismos de governança são exógenos e se exercem influência sobre o valor de mercado e a rentabilidade das companhias abertas no Brasil. A pesquisa foi dividida em três partes inter-relacionadas. A primeira parte investigou os determinantes da qualidade da governança corporativa, isto é, os fatores que fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança maior do que outras submetidas a um mesmo ambiente contratual. Como aproximação para a qualidade da governança corporativa, construiu-se um índice de governança para as 161 companhias componentes da amostra. O resultado principal desta primeira parte sugere que a estrutura de propriedade influencia a qualidade da governança corporativa. Especificamente, encontrou-se uma relação negativa significativa entre o excesso de direito de voto em posse do acionista controlador e a qualidade da governança. Os resultados também indicaram que as empresas maiores, emissoras de ADRs e com melhor desempenho apresentam, em média, melhor governança corporativa. A segunda parte do estudo investigou os determinantes da concentração da propriedade, isto é, os fatores que fazem com que o acionista controlador detenha um percentual maior de ações nas companhias abertas. Aplicando técnicas de dados em painel para o período de 1998 a 2002, os resultados indicaram que a concentração da propriedade não parece ser determinada de forma endógena por outras variáveis corporativas. Os resultados, todavia, dependem do método de estimação dos coeficientes empregado, já que se obteve significância estatística pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinário mas não pelos procedimentos de Efeitos Aleatórios e de Efeitos Fixos, que se mostraram mais adequados. A terceira parte da pesquisa investigou a relação entre governança e desempenho por meio de diferentes abordagens econométricas em escala crescente de complexidade. Os resultados não indicaram uma influência significativa e consistente da qualidade da governança sobre o desempenho das empresas, já que houve

mudança no sentido da relação entre o nível de governança e algumas variáveis de desempenho quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas, em relação aos resultados obtidos nas regressões múltiplas com equações isoladas. Das variáveis de desempenho testadas, Q de Tobin foi a que mostrou a relação positiva mais consistente com a qualidade da governança. Como outros resultados importantes, observou-se que as empresas com menor concentração do direito de voto em posse do controlador, menor nível de endividamento, maior proporção de intangíveis, maior tamanho, emissoras de ADRs e com ações mais líquidas apresentaram, em média, melhor desempenho. A discrepância dos resultados obtidos na relação entre governança corporativa e desempenho, em função da abordagem econométrica empregada, destaca a necessidade de um maior desenvolvimento da teoria sobre governança corporativa, de forma a melhor especificar, por meio de equações estruturais, os relacionamentos entre os diferentes mecanismos de governança.

Palavras-chave: governança corporativa, índice de governança, estrutura de propriedade, teoria de agência, proteção ao investidor.

ABSTRACT

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Corporate governance and ownership structure: determinants and association with firm value in Brazil.** 250 p. Thesis (Doctoral) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

Corporate governance can be defined as the set of incentive and control mechanisms designed to minimize the costs deriving from the managerial agency problem. The subject is important since it is well spread the hypothesis that governance practices impact firm's performance. This thesis aims at evaluating if governance mechanisms are exogenous and if they influence market value and profitability of listed companies in Brazil. The research is divided into three interrelated sections. The first section investigated the determinants of firm-level corporate governance quality, trying to uncover which firm's observable characteristics lead some companies to achieve higher governance ratings than others in the same contractual environment. In order to obtain a proxy for corporate governance quality, a governance index was built for the sample of 161 firms. The main result of the first section suggests that ownership structure influences corporate governance quality. Specifically, it was found a significant negative relationship between the excess of voting shares held by controlling shareholder and corporate governance rating. Furthermore, the results indicated that larger companies, ADR issuers, and firms with better performance have, on average, better corporate governance. The second section investigated the determinants of ownership concentration in Brazil. The analysis aims at uncovering which firm's characteristics lead some controlling shareholders to have higher concentration of shares. By applying panel data techniques for 1998 to 2002 period, the results indicated that ownership concentration doesn't seem to be endogenously determined by other corporate variables. The results, however, are sensitive to coefficients' estimation method. Statistically significant coefficients were found when Ordinary Least Squares were applied. However, this method appeared to be less adequate than Random Effects and Fixed Effect procedures, whose resulting estimates revealed that none of the explanatory variables' coefficients were statistically significant. The third section investigated the relationship between corporate governance and performance through different econometric approaches in increasing level of complexity. The results didn't indicate a significant and consistent influence of governance quality on corporate performance, since there was a sign change of the relation between governance level and

some performance variables when the simultaneous equation approach was applied, compared with the results obtained by the single equation regressions approach. From the performance variables used, Tobin's Q showed the more consistent positive relation with governance level. The results also suggest that firms with lower voting rights' concentration held by controlling shareholder, lower debt level, higher proportion of intangibles assets, larger size, more liquid shares and ADRs issuers show, on average, better performance. The discrepancy of the results on the relation between corporate governance and performance, due to the econometric approach employed, highlights the need for a better development of corporate governance theory, in order to improve the specification, through structural equations, of the relationships between different governance mechanisms.

Key words: corporate governance, governance index, ownership structure, agency theory, investor protection.

SUMÁRIO

<i>RESUMO</i>	<i>IV</i>
<i>ABSTRACT</i>	<i>VI</i>
1 O PROBLEMA DE PESQUISA	12
1.1 Introdução	12
1.2 Formulação da situação problema e objetivo da pesquisa	13
1.3 O tema da pesquisa e a questão da originalidade.....	21
1.4 Justificativa da pesquisa	24
1.5 Perguntas e hipóteses de pesquisa	27
1.6 Delimitação.....	29
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	31
2.1 Governança Corporativa e o Problema de Agência dos Gestores.....	31
2.2 Teoria da Firma.....	34
2.2.1 Economia dos Custos de Transação (ECT)	37
2.2.2 Direitos de Propriedade, contratos e instituições.....	38
2.3 A Função-Objetivo da corporação e a Governança Corporativa.....	39
2.3.1 Conceitos sobre a teoria da maximização da riqueza dos acionistas.....	43
2.3.2 Críticas à teoria de equilíbrio dos interesses dos stakeholders	45
2.4 Panorama de governança corporativa no Mundo e no Brasil	47
2.4.1 Os investidores institucionais e a governança corporativa.....	50
2.4.2 A Governança Corporativa no Brasil	53
2.4.3 Iniciativas de Adequação no Brasil	57
2.4.4 Iniciativas de Financiamento no Brasil.....	60
2.4.5 Círculo Virtuoso Proposto para a Governança Corporativa no Brasil.....	63
2.5 Evidências da Relação entre Mecanismos de Governança e Desempenho.....	64
2.5.1 Estrutura de propriedade e desempenho.....	66
2.5.2 Presença de grandes acionistas controladores e desempenho	70
2.5.3 Conselho de administração e desempenho	72
2.5.4 Qualidade da governança corporativa e desempenho.....	74
2.5.5 Discussão sobre a relação entre governança corporativa e desempenho.....	80
3 METODOLOGIA DA PESQUISA	84
3.1 Modelos, Tratamento Estatístico e Análise dos Dados.....	85
3.1.1 Parte 1 – Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa	85
3.1.2 Parte 2 – Determinantes da Concentração da Propriedade	89
3.1.3 Parte 3 – Relação entre governança corporativa e desempenho.....	94
3.2 Definição Teórica e Operacional das Variáveis	98
3.3 População, Amostragem e Coleta de Dados	109
3.4 Limitações da Pesquisa	111
3.4.1 Causalidade Reversa e Endogeneidade.....	112

3.4.2	Variáveis Ausentes.....	116
3.4.3	Seletividade da Amostra	119
3.4.4	Erro de Mensuração nas Variáveis	120
4	RESULTADOS DA PESQUISA	123
4.1	Estatísticas Descritivas.....	123
4.2	Determinantes da Governança Corporativa	130
4.3	Determinantes da Estrutura de Propriedade.....	139
4.4	Relação entre governança e desempenho com equações isoladas.....	147
4.4.1	Análise univariada.....	147
4.4.2	Análise multivariada completa com índice de governança.....	150
4.4.3	Análise multivariada completa com variáveis de estrutura do conselho	157
4.5	Relação entre governança e desempenho com equações simultâneas	161
4.5.1	Sistema de equações simultâneas com três equações com IGOV	162
4.5.2	Equações simultâneas com três equações com variáveis de estrutura do conselho.....	167
4.5.3	Sistema de equações simultâneas com quatro equações com IGOV	171
4.5.4	Equações simultâneas com quatro equações com estrutura do conselho	176
4.5.5	Resumo dos resultados da relação entre governança e desempenho	181
5	CONCLUSÃO.....	194
	<i>Referências Bibliográficas</i>	<i>208</i>
	<i>Apêndice A – Racional e critérios adotados para elaboração do índice de governança (IGOV)</i>	<i>217</i>
	<i>Apêndice B – Índice de Governança Corporativa por critério de avaliação.....</i>	<i>230</i>
	<i>Apêndice C – Matriz de correlações das variáveis utilizando IGOV.....</i>	<i>234</i>
	<i>Apêndice D – Matriz de correlações das variáveis utilizando variáveis de estrutura do conselho....</i>	<i>235</i>
	<i>Apêndice E – Exemplo de regressão múltipla com equações isoladas utilizando IGOV como variável de governança corporativa (seção 4.4.2).....</i>	<i>236</i>
	<i>Apêndice F – Exemplo de regressão múltipla com equações isoladas utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.4.3).....</i>	<i>237</i>
	<i>Apêndice G – Exemplo de sistema de equações simultâneas com três equações utilizando IGOV como variável de governança (seção 4.5.1).....</i>	<i>238</i>
	<i>Apêndice H – Exemplo de sistema de equações simultâneas com três equações utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.2)</i>	<i>241</i>
	<i>Apêndice I – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações utilizando IGOV como variável de governança (seção 4.5.3).....</i>	<i>244</i>
	<i>Apêndice J – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.4)</i>	<i>248</i>

RELAÇÃO DE TABELAS

Tabela 1. Índice de governança corporativa (IGOV) das empresas brasileiras.	123
Tabela 2. Estatísticas descritivas do índice de governança corporativa (IGOV).....	124
Tabela 3. Percentual de empresas com respostas consideradas positivas às questões do IGOV.	125
Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis de conselho e estrutura de propriedade.	127
Tabela 5. Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho.	129
Tabela 6. Estatísticas descritivas das principais variáveis de controle.	130
Tabela 7. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOV).	132
Tabela 8. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOV18).....	134
Tabela 9. Relação entre estrutura de propriedade e controle e medidas do nível de governança.....	136
Tabela 10. Possíveis Determinantes da Concentração do Direito de Controle (CON).....	144
Tabela 11. Possíveis Determinantes da Concentração do Direito de Propriedade (PROP).	145
Tabela 12. Possíveis Determinantes do Excesso de Direito de Voto (DIF).	146
Tabela 13. Regressões univariadas das variáveis de desempenho contra governança e controle.....	148
Tabela 14. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra Q.	151
Tabela 15. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra VF.....	152
Tabela 16. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra LOAT.....	152
Tabela 17. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra LAJIRDA.	152
Tabela 18. Regressões múltiplas do IGOV e sub-índices contra Q de Tobin sem a variável ALAV.....	154
Tabela 19. Regressões múltiplas do IGOV e sub-índices contra VF sem a variável ALAV.....	154
Tabela 20. Regressões múltiplas dos sub-índices de governança (IGOV) contra Q de Tobin.	156
Tabela 21. Regressões múltiplas dos sub-índices de governança (IGOV) contra VF.....	156
Tabela 22. Regressões múltiplas das variáveis de estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT) contra Q.	157
Tabela 23. Regressões múltiplas das variáveis de estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT) contra VF....	158
Tabela 24. Regressões múltiplas das variáveis de estrutura do conselho contra LOAT.	158
Tabela 25. Regressões múltiplas das variáveis de estrutura do conselho contra LAJIRDA.....	158
Tabela 26. Sistema de equações simultâneas com três equações com índice de governança (IGOV).	164
Tabela 27. Equações simultâneas com três equações com estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT).....	168
Tabela 28. Sistema de equações simultâneas com quatro equações com índice de governança (IGOV)...	174
Tabela 29. Equações simultâneas com quatro equações com estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT). ..	178

RELAÇÃO DE QUADROS

Quadro 1 – Abordagens econométricas das pesquisas sobre governança corporativa.....	64
Quadro 2 – Possíveis determinantes da governança corporativa	87
Quadro 3 – Determinantes potenciais da concentração da estrutura de propriedade e controle.....	91
Quadro 4 – Perguntas para construção do índice de governança corporativa (IGOV)	100
Quadro 5 – Resumo das Variáveis de Pesquisa	109
Quadro 6 – Sistemas de Informações Utilizados no Estudo	111

RELAÇÃO DE FIGURAS

Figura 1 – Possível impacto da governança corporativa sobre as companhias	26
Figura 2 – O problema de agência dos gestores e a governança corporativa.....	32
Figura 3 – <i>Tradeoff</i> entre lucro e participação de mercado.	42
Figura 4 – Evolução do preço das ações da Parmalat.	48
Figura 5 – Percentual de ações com direito a voto em posse do maior acionista.....	49
Figura 6 – Participação dos investidores no mercado acionário norte-americano.....	51
Figura 7 – Carteira de investimentos do Calpers em dezembro de 2003.....	52
Figura 8 – Evolução dos ativos das EFPC's em relação ao PIB no Brasil.....	53
Figura 9 – Carteira de investimentos das EFPC's brasileiras (novembro/2003).....	53
Figura 10 – Modelo atual de governança corporativa das companhias brasileiras.	54
Figura 11 – Concentração da estrutura de propriedade no Brasil.....	54
Figura 12 – Círculo vicioso da governança corporativa no Brasil.	56
Figura 13 – Exigências para Níveis de Governança Corporativa da Bovespa.....	59
Figura 14 – Empresas listadas nos Níveis de Governança da Bovespa.....	59
Figura 15 – Limites de investimento para fundos de pensão segundo a resolução 3121 do CMN.....	61
Figura 16 – Benefícios propostos pelo programa de governança corporativa do BNDES.	61
Figura 17 – Círculo virtuoso proposto para a governança corporativa no Brasil.....	64
Figura 18 – Histograma com curva Normal do índice de governança corporativa (IGOV).....	124

1 O PROBLEMA DE PESQUISA

“Não deixo todavia de experimentar uma extrema satisfação com o progresso que penso já haver feito na indagação da verdade e de conceber tais esperanças para o futuro que, se entre as ocupações dos homens, puramente humanas, alguma existe solidamente boa e importante, ousa crer que foi a que escolhi.”
(Descartes *apud* Salomon 1990, p. 49)

1.1 Introdução

Na economia capitalista, o financiamento para a viabilização de empreendimentos é crucial para o crescimento das empresas e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico dos países onde estão inseridas. A disponibilidade de capital para financiamento depende da canalização eficiente de recursos dos agentes poupadores para os investimentos produtivos. Essa canalização, por sua vez, depende fundamentalmente da confiança dos investidores não apenas em relação à viabilidade econômico-financeira dos empreendimentos, mas também em relação a obtenção para si dos frutos decorrentes do investimento realizado, já que existe o risco de o investimento ser rentável mas os resultados não retornarem para os fornecedores de capital. A confiança dos investidores em relação a viabilidade econômico-financeira depende de técnicas de orçamento de capital e de teoria da decisão, marcadamente quantitativas de análise do retorno ajustado pelo risco. Já a confiança dos investidores acerca da obtenção para si do retorno sobre seu investimento depende de um conjunto de fatores muito mais amplos e subjetivos, relacionados ao ambiente institucional onde a empresa está inserida, em que se destacam a proteção ao investidor, a infra-estrutura legal, os direitos de propriedade e a garantia de cumprimento dos contratos.

A governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. O risco de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados decorre fundamentalmente da existência de uma situação de separação entre

propriedade e controle, onde as pessoas que fornecem capital não participam diretamente das decisões corporativas. Esta situação ocorre na maioria das grandes corporações, onde os gestores, executivos profissionais em companhias com estrutura de propriedade pulverizada ou acionistas controladores em companhias com estrutura de propriedade concentrada, não carregam todo o ônus financeiro das suas decisões.

A minimização dos prejuízos causados pelos conflitos de interesse entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos os acionistas. A este conjunto de mecanismos de incentivo e controle dá-se o nome de governança corporativa. Como exemplos de mecanismos de governança, tem-se, entre outros, o conselho de administração, a estrutura de propriedade e controle, a política de remuneração, a estrutura de capital, a competição no mercado de produtos, a competição no mercado de mão de obra dos gestores, a existência de um mercado de aquisições hostis e a publicação de relatórios regulares pelas companhias.

1.2 Formulação da situação problema e objetivo da pesquisa

Toda discussão sobre governança corporativa parte da hipótese de que os mecanismos de governança influenciam o desempenho das empresas. Em essência, a questão básica nas pesquisas sobre o tema é saber se o desempenho das empresas é determinado por mecanismos internos ou externos de governança. Entretanto, ainda não existe um arcabouço teórico ou evidências empíricas conclusivas sobre como (e se) os mecanismos de governança corporativa influenciam de fato o desempenho corporativo e sobre como esses mecanismos se relacionam, se de forma complementar ou substituta.

A maior parte dos estudos analisa individualmente a possível influência de mecanismos específicos de governança (como concentração da estrutura de propriedade, estrutura do conselho de administração, estrutura de capital, presença de um mercado de

aquisições hostis, política de remuneração, etc.) sobre variáveis de desempenho corporativo (como indicadores contábeis de rentabilidade e métricas de valor de mercado). Nessas pesquisas, os mecanismos de governança atuam como variáveis explicativas e as variáveis de desempenho atuam como variáveis dependentes.

Desta forma, assume-se, na grande maioria dos estudos, que os mecanismos de governança são variáveis independentes, isto é, variáveis exógenas que não possuem relação com os demais mecanismos de governança ou com outras características da empresa. É possível, entretanto, que alguns mecanismos de governança, ou a própria qualidade da governança corporativa, sejam variáveis endógenas, isto é, variáveis influenciadas por outros mecanismos de governança ou por outras variáveis corporativas. Caso isso seja verdade, os diversos estudos realizados visando a capturar o impacto isolado de mecanismos de governança sobre o desempenho podem ter apresentado resultados enviesados e inconsistentes, por utilizarem a premissa de que os mecanismos de governança são independentes e exógenos na influência sobre o desempenho corporativo.

Neste contexto, a pesquisa tem como objetivo principal avaliar se os mecanismos de governança corporativa são exógenos e se exercem influência sobre o desempenho das companhias abertas no Brasil. Para alcançar este objetivo principal, o estudo é dividido em três partes inter-relacionadas:

1. Determinantes da qualidade da governança corporativa: investigação dos possíveis fatores que levam algumas empresas a adotarem práticas de governança corporativa consideradas melhores do que outras submetidas a um mesmo ambiente contratual;
2. Determinantes da concentração da estrutura de propriedade: investigação dos possíveis fatores que levam algumas empresas a apresentarem maior concentração da sua estrutura de propriedade e controle;

3. Relação entre governança corporativa e desempenho: investigação da influência da qualidade da governança corporativa sobre o desempenho das empresas, por meio de diferentes abordagens econométricas em ordem crescente de complexidade, incluindo equações isoladas e sistemas de equações simultâneas.

1 - Determinantes da qualidade da governança corporativa

Em relação à primeira parte da pesquisa, a maioria dos estudos analisa a diferença na qualidade da governança corporativa entre empresas submetidas a ambientes com distintos níveis de proteção ao investidor. É possível, entretanto, que empresas dentro de um mesmo ambiente contratual apresentem níveis diferentes de qualidade da governança corporativa em razão de suas características observáveis. O argumento é reforçado pelo trabalho de Klapper e Love (2002, p. 3), que verificam a existência de uma grande variação da qualidade da governança corporativa entre empresas de um mesmo país, encontrando empresas com boa governança corporativa em países com fraca proteção legal e empresas com governança corporativa considerada ruim em países com boa proteção legal aos investidores.

Esta abordagem, desenvolvida por Himmelberg *et al.* (1999), Himmelberg *et al.* (2001) e Klapper e Love (2002), propõe que a proteção ao investidor, além de possuir um componente externo relacionado ao ambiente legal onde a empresa está inserida (proteção legal), possui um componente interno relacionado ao tipo de atividade empreendida e a outras características da companhia (proteção endógena). Segundo Himmelberg *et al.* (2001, p.2), a proteção ao investidor se refere “às características do ambiente legal, institucional e regulador e às características de empresas ou projetos que facilitam a realização de contratos financeiros entre internos (gestores e/ou acionistas controladores) e investidores externos”. Sob esta ótica, portanto, é provável que empresas em um mesmo país ofereçam diferentes níveis de proteção aos investidores, devido às suas especificidades operacionais e aos diferentes interesses das companhias pela governança corporativa.

Entre os aspectos endógenos citados por Klapper e Love (2002) como determinantes da governança corporativa, três se destacam: a utilidade da governança corporativa, a natureza das operações e o tamanho da companhia. Em primeiro lugar, como o principal objetivo da governança corporativa é reduzir o custo de captação de recursos da companhia, é de se esperar que empresas com maior necessidade futura de captação, isto é, empresas com melhores oportunidades futuras de crescimento, percebam uma maior utilidade na adoção de melhores práticas de governança do que empresas sem grandes expectativas de captação futura de recursos. Além disso, segundo Himmelberg *et al.* (1999, p. 358), algumas empresas teriam maior facilidade para expropriar a riqueza dos minoritários devido à natureza das suas operações. Como exemplo descrito pelos autores, empresas com uma grande proporção de ativos intangíveis teriam maior facilidade para expropriar investidores do que empresas com alta proporção de ativos fixos, que são mais fáceis de monitorar e mais difíceis de serem desviados para outros usos. Desta forma, empresas com alta proporção de ativos intangíveis teriam maior incentivo para adoção de melhores práticas de governança do que empresas com alta proporção de ativos fixos, já que teriam maior necessidade de sinalizar aos investidores que não pretendem fazer mau uso dos seus ativos no futuro.

O terceiro fator endógeno determinante da qualidade da governança se relaciona ao tamanho da empresa, que, segundo Klapper e Love (2002, p. 14), influencia a governança corporativa de maneira ambígua. Por um lado, empresas maiores podem apresentar maiores problemas de agência decorrentes do seu fluxo de caixa livre, levando a uma necessidade de melhores práticas de governança para compensar este problema. Além disso, as empresas maiores em geral dispõem de mais recursos para implementarem práticas recomendadas de governança. Por outro lado, as empresas menores têm a tendência a crescer mais e, portanto, a necessitar de capital externo. Desta forma, ambas possuem incentivos para adotar melhores práticas de governança.

Além dos três possíveis determinantes da governança corporativa citados, a primeira parte da presente pesquisa avalia se a estrutura de propriedade e controle, o desempenho da empresa, a emissão de ADRs e a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa influenciam a qualidade da governança das empresas. Como aproximação para a qualidade da governança corporativa, construiu-se um índice de governança especialmente para a pesquisa. O índice utiliza uma abordagem similar à desenvolvida por Leal e Carvalhal da Silva (2004b), que também elaboram um índice de governança corporativa amplo.

2 - Determinantes da concentração da estrutura de propriedade:

A estrutura de propriedade é um dos principais mecanismos de governança. A maioria dos estudos empíricos iniciais sobre estrutura de propriedade visava avaliar a influência deste mecanismo sobre o desempenho das empresas, como os estudos de Demsetz e Lehn (1985), Morck *et al.* (1988), McConnel e Servaes (1990) e Hermalin e Weisbach (1991). Em linhas gerais, os resultados destes estudos mostraram uma relação positiva significativa e não monotônica ou não significativa entre concentração da propriedade e desempenho corporativo. Recentemente, uma linha de pesquisa desenvolvida por La Porta *et al.* (1998) passou a avaliar como a estrutura de propriedade das empresas varia entre os países, partindo da hipótese de que o elemento decisivo para a explicação das diferenças entre os sistemas de governança seria o grau de proteção legal oferecido aos investidores contra a expropriação pelos gestores e pelos acionistas controladores.

Sob esta perspectiva, a estrutura de propriedade das empresas seria uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal onde elas operam. A análise da relação entre finanças e proteção legal aos investidores foi estendida pelas pesquisas de La Porta *et al.* (1999 e 2000), Claessens *et al.* (2002) e Beck *et al.* (2001), entre outros, sugerindo que as diferenças nas leis e na sua garantia de aplicação entre os países causam diferenças na estrutura de propriedade, política de dividendos, disponibilidade de recursos externos e valorização dos papéis das

empresas. Desta forma, a maior parte da literatura sobre as diferenças na estrutura de propriedade compara empresas entre países, buscando avaliar se a diferença na proteção ao investidor em ambientes contratuais distintos acarreta maior concentração da estrutura de propriedade.

É provável, entretanto, que empresas dentro de um mesmo país também apresentem níveis diferentes de concentração da propriedade, devido às suas características intrínsecas. Demsetz (1983, p. 377) propôs pioneiramente essa abordagem, visualizando a estrutura de propriedade como um resultado endógeno de um processo de maximização da eficiência corporativa. Visando a testar tal hipótese, Demsetz e Lehn (1985) formalizaram um modelo empírico no qual determinadas características das empresas ou dos setores em que atuam, como tamanho, risco e regulação do setor, poderiam ser determinantes do grau de concentração acionária. Os autores argumentaram que a relação de causalidade da estrutura de propriedade sobre o desempenho seria potencialmente espúria, uma vez que a concentração da propriedade poderia ser uma variável endógena determinada por características das empresas.

A linha de pesquisa Demsetz e Lehn (1985) foi retomada por Himmelberg *et al.* (1999), que estenderam seus resultados utilizando dados em painel e novas variáveis explanatórias para a concentração da propriedade. Os autores propõem que a proteção ao investidor, além de possuir um componente externo relacionado ao ambiente legal onde a empresa está inserida (proteção legal), possui também um componente interno relacionado ao tipo de atividade empreendida e a outras características da companhia (proteção endógena). Desta forma, a concentração da propriedade não ocorreria apenas em função da proteção legal ao investidor, mas também em função da proteção ao investidor intrínseca à empresa, que seria diferente para empresas submetidas a um mesmo ambiente contratual.

Entre os aspectos endógenos citados por Himmelberg *et al.* (1999) como determinantes da estrutura de propriedade, três se destacam: o tamanho da companhia, o

escopo para gastos definidos pelo livre arbítrio do gestor e o risco idiossincrático da empresa. Segundo os autores, o tamanho possuiria um efeito incerto de antemão sobre a concentração da propriedade. Por um lado, os custos de agência e monitoramento poderiam ser maiores nas empresas grandes, aumentando a necessidade de maior concentração da estrutura de propriedade. Por outro lado, as grandes empresas poderiam lançar mão de economias de escala no monitoramento da alta gestão utilizando, por exemplo, agências de *rating*, o que levaria a um menor nível ótimo de concentração da propriedade. Com relação ao escopo para gastos definidos pelo livre arbítrio do gestor, Himmelberg *et al.* (1999) argumentam que, como os investimentos em ativos fixos são observáveis e mais fáceis de monitorar, as empresas com maior proporção de ativos fixos deveriam em geral apresentar um menor nível ótimo de concentração da propriedade, por apresentarem maior proteção intrínseca ao investidor. Nas empresas com elevada proporção de ativos intangíveis, ao contrário, a alta concentração da propriedade pode funcionar como uma compensação pela maior dificuldade de monitoramento dos gestores. Por fim, com relação ao risco idiossincrático da empresa, Himmelberg *et al.* (1999) argumentam que, *ceteris paribus*, uma maior concentração da propriedade implica em uma carteira menos diversificada por parte dos controladores. Logo, quanto maior for o risco específico ou diversificável da empresa, menor deverá ser o nível ótimo de concentração da propriedade.

Em resumo, a segunda parte da pesquisa investiga se as variáveis endógenas apontadas por Demsetz e Lehn (1985) e por Himmelberg *et al.* (1999) determinam a concentração do direito de controle (percentual de ações ordinárias) e a concentração do direito sobre o fluxo de caixa (percentual do total de ações) nas companhias abertas brasileiras, utilizando um painel de empresas entre os anos de 1998 e 2002. Os resultados podem propiciar um melhor entendimento dos fatores que fazem com que uma empresa tenha estrutura de controle mais concentrada do que outra em um mesmo ambiente contratual, principalmente em um mercado

onde a separação entre propriedade e controle se dá por meio da emissão de duas classes de ações, conforme argumentado por Leal *et al.* (2000, 2002b). Além de poder corroborar a hipótese de que a diferença na proteção aos investidores se dá em nível corporativo e não apenas entre países, uma eventual presença de determinantes da estrutura de propriedade fortaleceria a hipótese de que os estudos que avaliam a relação entre concentração da propriedade e desempenho corporativo sofrem do problema econométrico de endogeneidade, haja vista que a concentração da propriedade dificilmente seria uma variável exógena.

3 - Relação entre governança corporativa e desempenho:

A terceira parte da pesquisa visa a contribuir para o objetivo maior de toda a linha de pesquisa sobre o tema: entender a possível influência da governança corporativa sobre o desempenho das empresas. Especificamente, a investigação é realizada por meio de um conjunto de distintas abordagens econométricas em escala crescente de complexidade, incluindo: abordagem univariada simples (regressões simples), abordagem multivariada completa (regressões múltiplas do tipo seção cruzada e utilizando dados em painel) e sistemas de equações simultâneas com três e com quatro equações (utilizando o procedimento 3SLS¹). O objetivo desta análise é verificar a robustez dos resultados da relação entre governança corporativa e desempenho a distintas modelagens e técnicas econométricas. Isto é considerado importante pela recente literatura, já que as abordagens de regressões múltiplas com equações isoladas tratam a governança corporativa como uma variável exógena, enquanto os sistemas de equações simultâneas tratam a governança corporativa como uma variável endógena, sendo utilizados para capturar a causalidade reversa entre governança corporativa e desempenho e a endogeneidade potencial entre os mecanismos de governança². Entre os principais estudos utilizados como base para a terceira parte da pesquisa, destacam-se os de

¹ Método dos mínimos quadrados de três estágios (*three stages least squares*).

Agrawal e Knoeber (1996), Barnhart e Rosenstein (1998), Cho (1998), Bhagat e Jefferis (2002), Claessens *et al.* (2002), Demsetz e Villalonga (2002), Klapper e Love (2002), Bøhren e Ødegaard (2003) e Leal e Carvalhal da Silva (2004a, 2004b).

1.3 O tema da pesquisa e a questão da originalidade

A escolha do tema da pesquisa foi orientada pelos critérios de importância, originalidade e viabilidade, propostos por Martins (2002, p. 20). Segundo o autor, o tema será importante quando for ligado a uma questão que polariza ou afeta um segmento substancial da sociedade. Neste sentido, o tema governança corporativa possui implicações sobre o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, que, por sua vez, contribui para um maior desenvolvimento econômico do país, haja vista os diversos estudos que apresentam evidências da relação entre desenvolvimento do mercado de capitais e desenvolvimento econômico. Em relação à questão da originalidade, Martins (2002, p. 21) afirma que um tema é original quando há indicadores de que seus resultados podem surpreender. Na presente pesquisa, a análise da possível endogeneidade da qualidade da governança corporativa e da concentração da propriedade, e a avaliação da relação entre governança e desempenho das empresas por meio de equações simultâneas podem estimular um maior questionamento da abordagem das pesquisas atuais sobre o tema, principalmente as que tratam os mecanismos de governança como variáveis exógenas por meio de equações isoladas. A possível obtenção de resultados surpreendentes ocorre em função da escassa teoria sobre o tema e da aplicação de técnicas econométricas do estado da arte sobre variáveis construídas com uma base de dados relativamente rica e extensa. Finalmente, a questão da viabilidade está ligada ao acesso a dados, ao prazo para elaboração, aos recursos econômicos e à potencialidade do pesquisador.

² Os problemas de causalidade reversa e endogeneidade podem estar presentes quando os mecanismos de governança são tratados como variáveis exógenas, sendo discutidos na seção 3.6.1.

Segundo Asti Vera (1980, p. 102), devido à obscuridade da linguagem e à sua distorção semântica, a palavra “originalidade” passou a ser sinônimo de novidade e esta de modernismo. Entretanto, segundo o autor, o termo “originalidade” provém de “origem” (princípio, *arché*³), não como novidade ou singularidade, mas como um retorno à origem, à essência, à verdade. Desta forma, segundo Asti Vera (1980, p. 105), a contribuição pessoal pode consistir na focalização dada ao problema, em sua delimitação ou no método de tratamento do tema. Salomon (1990, p. 266) também confronta a idéia de originalidade com as de novidade, descoberta, invenção, criatividade, pois, segundo o autor, a tese doutoral revela sua cientificidade pelo uso correto do método científico. Para Eco (2001, p.2) trabalho original é aquele no qual o candidato demonstra ser um estudioso capaz de fazer avançar a disciplina a que se dedica, produzindo um trabalho que, teoricamente, os outros estudiosos do ramo não deveriam ignorar, porquanto diz algo de novo sobre o assunto.

Com base nesses autores, utilizou-se o conceito de originalidade no presente estudo não como uma mera aplicação de técnicas estatísticas ditas “modernas” para obtenção de graus de significância estatística de algumas variáveis, mas como um conjunto de abordagens diferentes a fim de se aproximar da verdade sobre: o que faz com que algumas empresas adotem melhores práticas de governança corporativa; o que faz com que algumas empresas apresentem uma estrutura de propriedade mais concentrada; qual a relação, se existente, entre os mecanismos de governança e o desempenho corporativo. Desta forma, as principais contribuições do estudo são as seguintes:

- A pesquisa analisa os determinantes da qualidade da governança corporativa em nível corporativo, isto é, os fatores que fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança corporativa maior do que outras. Não foi encontrada qualquer dissertação

³ O termo *arché* possui o significado de princípio intemporal e transcendente, fonte originária das coisas.

ou tese no Brasil com base na construção de um índice que avaliasse a qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. Ademais, não foi encontrado qualquer estudo, no Brasil ou exterior, que avaliasse o impacto da estrutura de propriedade sobre a qualidade da governança corporativa em um país com separação entre propriedade e controle por meio da emissão de duas classes de ações;

- A pesquisa avalia que variáveis relacionadas à proteção ao investidor em nível corporativo podem influenciar uma maior concentração da propriedade e controle das empresas de um mesmo país. Esta abordagem difere da maioria dos estudos recentes, que analisa a influência da proteção legal aos investidores em diferentes países sobre a concentração da estrutura de propriedade das empresas;
- Ao relacionar governança corporativa e desempenho, a pesquisa trata os mecanismos de governança não apenas como variáveis exógenas, como a grande maioria dos estudos anteriores, mas também como variáveis endógenas, por meio da construção de um sistema de equações simultâneas no qual as variáveis de governança se inter-relacionam e os coeficientes são estimados conjuntamente. Segundo Bøhren e Ødegaard (2003, p.2), a abordagem de equações simultâneas lida melhor com os problemas de causalidade reversa e endogeneidade, sendo utilizada apenas recentemente em estudos sobre o tema;
- A pesquisa compara os resultados obtidos na relação entre mecanismos de governança e desempenho corporativo por meio de distintas abordagens econométricas em ordem crescente de complexidade, permitindo comparar se a direção e a significância dos coeficientes dependem da abordagem utilizada. Particularmente, a comparação dos resultados utilizando a abordagem de equações simultâneas com os resultados utilizando a abordagem tradicional de equações isoladas pode ser muito útil para discutir a validade e a consistência dos resultados das pesquisas sobre o tema;

- A pesquisa utiliza simultaneamente um conjunto de mecanismos de governança bem mais amplo do que a maioria dos estudos anteriores, incluindo um índice de governança corporativa originalmente concebido, variáveis de estrutura do conselho de administração, variáveis de estrutura de propriedade e controle utilizando ações com e sem direito a voto, variáveis relativas à identidade dos acionistas (estatal, familiar, estrangeira, etc.) e variáveis relativas à estrutura de capital. Ademais, a extensa base de dados da pesquisa, com todas as variáveis sendo calculadas para um período de cinco anos entre 1998 e 2002 (com exceção do índice de governança corporativa), contribui para a produção de resultados mais robustos.

Finalmente, a pesquisa ajuda a esclarecer como as evidências empíricas da literatura sobre governança corporativa dependem do contexto onde o estudo é desenvolvido, já que o trabalho utiliza uma base de dados de um ambiente diferente dos países desenvolvidos, onde foi realizada a maior parte dos estudos. Como exemplo, em contraste com os países anglo-saxões, o ambiente brasileiro é caracterizado por uma alta concentração da propriedade, inexistência de mercado de aquisições hostis, separação entre propriedade e controle pela emissão de duas classes de ações, controle familiar e utilização menos intensa de remuneração por meio de opções de ações. Ademais, o Brasil tem o regime jurídico baseado no direito civil, enquanto os países anglo-saxões possuem regime jurídico baseado no direito comum. Segundo Bøhren e Ødegaard (2003, p.2), pode-se julgar melhor a validade geral da teoria ao testar suas predições sobre empresas com diferentes mecanismos e perfis de governança.

1.4 Justificativa da pesquisa

O tema governança corporativa vem ganhando cada vez mais destaque no âmbito acadêmico e corporativo, principalmente a partir do final dos anos oitenta, com o aumento da participação ativa dos investidores institucionais nos mercados bursáteis e sua exigência cada vez maior pela garantia de que os gestores da empresa agirão sempre de acordo com o

interesse de todos os acionistas. A divulgação de escândalos corporativos ocorridos com algumas companhias norte-americanas em 2002 e com algumas companhias européias em 2003 serviu para reforçar o interesse do mercado e da academia sobre o tema, fazendo com que governança corporativa possa ser considerado o principal foco das discussões sobre alta gestão no mundo atualmente.

Para se compreender a importância da governança corporativa, é preciso entender seu possível impacto sobre as empresas. A idéia básica é a de que, em uma população de companhias, algumas se diferenciem como “empresas com boa governança”. Estas empresas se tornariam mais atraentes para os investidores, *ceteris paribus*, aumentando a quantidade de indivíduos interessados em alocar recursos nessas companhias. Como consequência da maior oferta de recursos, decorrente do aumento da demanda dos investidores por seus títulos, haveria uma diminuição do custo de capital dessas companhias, tanto do custo de capital próprio via ações, quanto do custo de capital de terceiros via debêntures, bônus e empréstimos de longo prazo, resultando em um menor custo médio ponderado de capital, tecnicamente denominado WACC (*weighted average cost of capital*). Como consequência imediata de um menor WACC, haveria um incremento no valor das companhias, haja vista que o valor de uma companhia pode ser mensurado pelo somatório dos fluxos de caixa livre futuros para a empresa (FCLE) trazidos a valor presente por uma taxa de desconto medida pelo WACC. Além do aumento do valor, a redução do custo de capital diminuiria a taxa mínima de atratividade (TMA) da companhia, possibilitando o empreendimento de mais projetos e aumentando a rentabilidade dos projetos existentes. Conseqüentemente, a diminuição da taxa mínima de atratividade aumentaria a competitividade da companhia. A idéia básica da importância da governança corporativa é apresentada na figura a seguir.

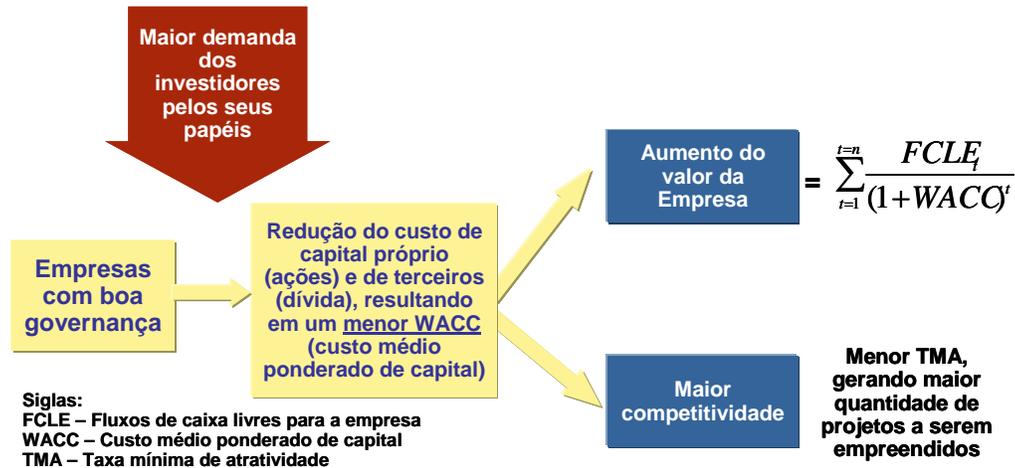


Figura 1 – Possível impacto da governança corporativa sobre as companhias

Fonte: Adaptado de Silveira A., Barros L. e Famá R., “Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras - um estudo empírico. RAE /GV. v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

É importante ressaltar que a maior parte dos estudos sobre o tema parte do pressuposto fundamental de que a principal tarefa dos gestores é tomar decisões que maximizem o valor da empresa, a fim de maximizar a riqueza de todos os acionistas. Este é o enfoque da presente pesquisa, que entende os mecanismos de governança corporativa como as maneiras pelas quais pode-se diminuir a probabilidade de os gestores tomarem decisões não maximizadoras da riqueza dos acionistas. A abordagem da maximização da riqueza dos acionistas como principal responsabilidade dos executivos se contrapõe ao chamado modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*⁴ como função-objetivo da empresa. Jensen (2001b, p. 2) critica a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, afirmando que “conceder o controle a qualquer outro grupo que não aos acionistas seria o equivalente a permitir que este grupo jogasse pôquer com o dinheiro dos outros, criando ineficiências que levariam à possibilidade de fracasso da corporação. A negação implícita desta proposição é a falácia que se esconde por trás da chamada teoria dos *stakeholders*”. Ainda segundo Jensen (2001b, p. 2), os proponentes da teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* não explicam como os conflitos entre os diferentes *stakeholders* deveriam ser resolvidos. Segundo o autor, “esta

teoria deixa os executivos sem qualquer princípio para tomada de decisão, fazendo-os responsáveis por ninguém a não ser por suas preferências pessoais - ironicamente o oposto do que os defensores da teoria dos *stakeholders* desejam alcançar”.

Em um sentido mais amplo, as pesquisas sobre governança corporativa se justificam porque podem contribuir para a ampliação do acesso ao financiamento e, conseqüentemente, para a redução do custo de capital de um determinado ambiente econômico. Segundo Rajan e Zingales (2004, p. 56) existem três obstáculos no caminho de uma maior oferta de recursos para financiamento das empresas: (1) o grau de concentração do risco em um determinado sistema (possibilidade de os investidores disseminarem seu risco, reduzindo o prêmio pelo risco); (2) a quantidade e a qualidade das informações que os investidores têm sobre os tomadores de recursos; (3) a possibilidade de os tomadores de recursos não virem a agir no melhor interesse do financiador. As pesquisas sobre governança corporativa visam a reduzir o terceiro obstáculo, por meio da análise e definição de mecanismos que assegurem que os recebedores de financiamento o utilizarão para criar valor para os investidores.

1.5 Perguntas e hipóteses de pesquisa

Segundo Marconi e Lakatos (2003, p. 80), o conhecimento científico deve possuir a característica da verificabilidade, já que as hipóteses que não podem ser comprovadas não pertencem ao âmbito da ciência. Relacionam-se a seguir, as perguntas e hipóteses propostas para cada uma das três partes do trabalho:

1 - Determinantes da qualidade da governança corporativa

Pergunta: Que fatores observáveis fazem com que uma empresa tenha melhor governança corporativa do que outra submetida a um mesmo ambiente contratual?

⁴ Os *stakeholders* são todos os indivíduos ou grupos que podem afetar ou serem afetados de forma substancial pelo bem estar da empresa, como acionistas, clientes, empregados, fornecedores, credores, etc.

H_{0P1} (hipótese nula – parte 1): não existe relacionamento significativo entre as variáveis selecionadas como possíveis determinantes do nível de governança corporativa e a qualidade da governança corporativa das empresas componentes da amostra.

H_{1P1} (hipótese alternativa 1 – parte 1): existe um relacionamento significativo entre os possíveis determinantes selecionados e a qualidade da governança corporativa das empresas componentes da amostra. Ademais, o sentido das relações entre as variáveis selecionadas e a qualidade da governança corporativa ocorre de acordo com o sentido proposto pela literatura sobre o tema⁵.

H_{2P1} (hipótese alternativa 2 – parte 1): existe um relacionamento significativo entre os possíveis determinantes selecionados e a qualidade da governança corporativa. Entretanto, as relações ocorrem no sentido contrário ao proposto pela literatura.

2 - Determinantes da concentração da estrutura de propriedade:

Pergunta: Que fatores observáveis fazem com que uma empresa tenha estrutura de propriedade mais concentrada do que outra submetida a um mesmo ambiente contratual?

H_{0P2} (hipótese nula – parte 2): não existe relacionamento significativo entre as variáveis corporativas selecionadas e a concentração da estrutura de propriedade e controle das empresas componentes da amostra.

H_{1P2} (hipótese alternativa 1 – parte 2): existe um relacionamento significativo entre os possíveis determinantes selecionados e a concentração da estrutura de propriedade e controle das empresas componentes da amostra. Ademais, o sentido das relações entre as variáveis selecionadas e a concentração da propriedade ocorre de acordo com o sentido proposto pela literatura sobre o tema⁶.

⁵ As proposições, com base na literatura sobre o tema, sobre o sentido da relação entre as variáveis corporativas selecionadas e a qualidade da governança corporativa são apresentadas no Quadro 2 da seção 3.1.1.

⁶ As proposições, com base na literatura sobre o tema, sobre o sentido da relação entre as variáveis corporativas selecionadas e a concentração da propriedade são apresentadas no Quadro 3 da seção 3.1.2.

H_{2P2} (hipótese alternativa 2 – parte 2): existe um relacionamento significativo entre os possíveis determinantes selecionados e a concentração da propriedade. Entretanto, as relações ocorrem no sentido contrário ao proposto pela literatura.

3 - Relação entre governança corporativa e desempenho:

Pergunta: A governança corporativa influencia o desempenho corporativo?

H_{0P3} (hipótese nula – parte 3): não existe relacionamento significativo entre a qualidade da governança corporativa e as variáveis de desempenho contábil ou de valor de mercado das empresas componentes da amostra.

H_{1P3} (hipótese alternativa 1 – parte 3): existe um relacionamento significativo entre a qualidade da governança corporativa e as variáveis de desempenho contábil ou de valor de mercado das empresas componentes da amostra. Ademais, as empresas com maior qualidade de governança corporativa, conforme descrito na seção 3.2.1, apresentam melhor desempenho e maior valor de mercado, *ceteris paribus*.

H_{2P3} (hipótese alternativa 2 – parte 3): existe um relacionamento significativo entre a qualidade da governança corporativa e as variáveis de desempenho ou valor. Entretanto, o tipo do relacionamento diverge daquele descrito na hipótese alternativa 1.

1.6 Delimitação

Governança corporativa é uma ampla área de pesquisa envolvendo finanças, economia, direito e contabilidade. A primeira delimitação do estudo ocorre no campo teórico. Embora a abordagem da economia dos custos de transação (que se insere na temática da Nova Economia Institucional) seja contemplada na seção 2.2, a presente pesquisa focaliza a questão da governança corporativa sob a perspectiva da teoria de agência. Sob esta perspectiva, governança corporativa é entendida como a tentativa de minimizar os custos decorrentes do problema de agência dos gestores. O problema de agência dos gestores, por sua vez, representa o potencial de expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores em uma

situação de separação entre propriedade e controle, ou o potencial de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores em uma situação na qual os controladores exercem poder quase que total sobre os gestores. O estudo não realiza considerações sobre uma ampla variedade de padrões de propriedade não capitalistas, como cooperativas e organizações sem fins lucrativos. Hansmann (1996) discorre sobre governança corporativa em organizações deste tipo.

Com relação à definição operacional de qualidade da governança corporativa, não foi possível, devido à indisponibilidade de dados, avaliar mecanismos internos considerados importantes pela literatura para diminuição dos custos de agência, como a remuneração dos gestores e a posse de ações pelos executivos. Ademais, o estudo não aborda mecanismos externos de governança, como a presença de um mercado de aquisições hostis, a existência de um mercado de trabalho competitivo e o ativismo dos investidores institucionais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

“Não recearei dizer, porém, que julgo haver tido muita sorte em ter-me encontrado, desde a mocidade, em certos caminhos que me conduziram a considerações e máximas com as quais formei um método, pelo qual, parece, tenho um meio de aumentar gradualmente o meu conhecimento.”
(Descartes *apud* Salomon 1990, p. 33)

2.1 Governança Corporativa e o Problema de Agência dos Gestores

A discussão sobre a necessidade de aprimoramento da governança corporativa nas empresas surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e dos acionistas minoritários por acionistas controladores em empresas com estrutura de propriedade concentrada. Estes registros decorrem do problema de agência dos gestores, que ocorre quando os gestores tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas, motivo pelo qual são contratados. Desta forma, o entendimento da governança corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua mitigação.

Jensen e Meckling (1976, p. 308), definem um relacionamento de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”. Se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados para eles. Desta forma, os acionistas incorrem em custos

para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados de custos de agência.

Segundo Jensen e Meckling (1976, p. 308), os custos de agência são a soma dos:

1. custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
2. gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;
3. gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais ao mesmo;
4. perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Na relação entre acionistas e gestores, os custos de agência do tipo “perdas residuais” se manifestam por meio de decisões tomadas pelos gestores não maximizadoras da riqueza dos acionistas. O problema de agência dos gestores, com exemplos de tais decisões não maximizadoras, é apresentado na ilustração a seguir:

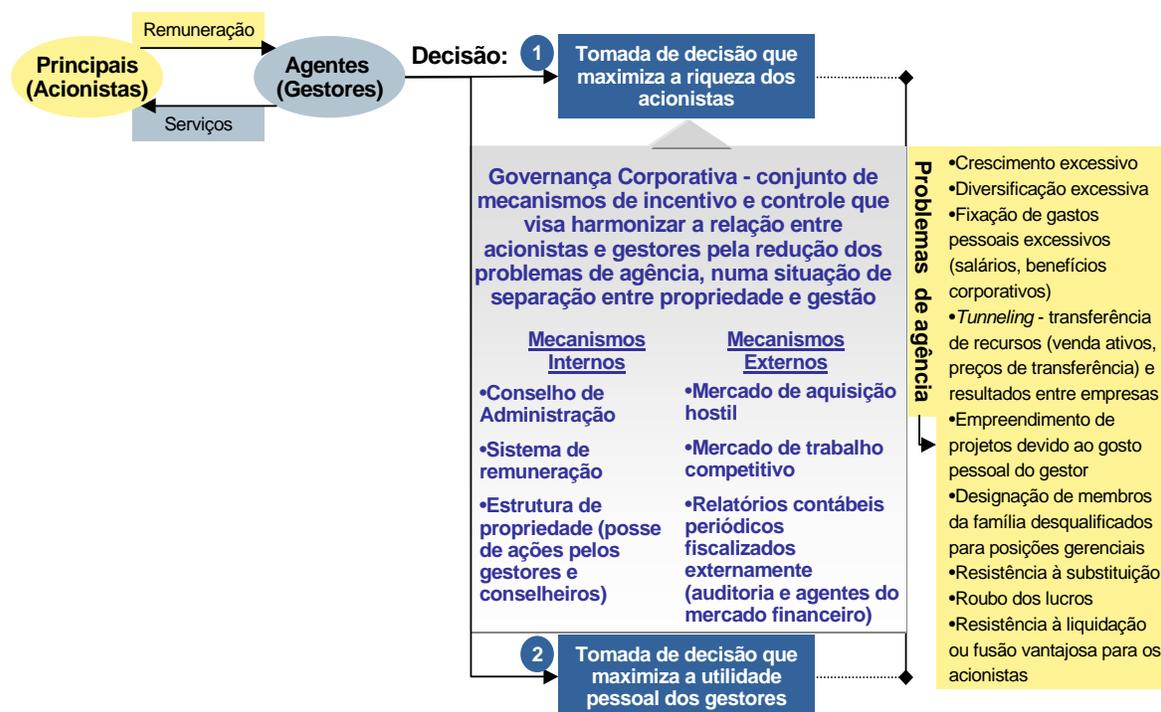


Figura 2 – O problema de agência dos gestores e a governança corporativa

Fonte: Silveira, A. M., "Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil", Dissertação de Mestrado defendida na FEA/USP, São Paulo, Outubro de 2002, pág. 14.

Conforme observado na Figura 2, o gestor recebe do acionista uma remuneração em troca dos seus serviços especializados de gestão. O acionista espera que o gestor, seu agente, tome decisões do tipo 1, que maximizem sua riqueza. Entretanto, observa-se que muitas vezes os gestores tomam decisões do tipo 2, isto é, decisões que maximizam sua utilidade pessoal. A diferença entre a decisão ótima (tipo 1) e a decisão sub-ótima (tipo 2) representa um custo para a empresa decorrente do problema de agência dos gestores. A literatura é repleta de exemplos desses custos de agência, que podem representar desde uma parcela pequena dos recursos corporativos (como despesas pessoais excessivas) até uma parcela muito significativa, que pode inclusive comprometer o sucesso de longo prazo da empresa (como diversificações danosas ou crescimento excessivo por meio de aquisições).

Ainda com base na Figura 2, observa-se que o conselho de administração é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses de acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma companhia. Segundo Silveira *et al.* (2003b, p. 51), além do conselho, mecanismos internos como o sistema de remuneração e a posse de ações por parte dos executivos, e mecanismos externos como a divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisições hostis e a existência de um mercado de trabalho competitivo também são importantes para a redução do problema de agência.

O problema de agência é um elemento essencial da chamada visão contratual da firma, desenvolvida, entre outros, por Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972) e Fama e Jensen (1983). Segundo Jensen (2001b, p.1) a visão contratual se baseia na idéia de que a firma é um nexo de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital. Sob esta ótica, os executivos e acionistas assinam um contrato que especifica o que os gestores devem fazer com os recursos da empresa. Idealmente, os gestores deveriam assinar um contrato completo, que especificasse exatamente o que deveriam fazer a cada instante e como o excesso de caixa deveria ser alocado em cada possível contingência. O problema é

que, como muitas contingências são difíceis de serem descritas e previstas, os contratos completos são tecnologicamente inviáveis. Segundo Jensen (2001b, p.33), “é claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos”. Devido a este problema na elaboração dos contratos, os investidores e gestores têm que alocar os direitos residuais de controle, isto é, os direitos de tomar decisões em circunstâncias não previstas nos contratos. Segundo Zingales (1998, p.16), não haveria necessidade do debate sobre governança caso estivéssemos em um mundo na qual todas as contingências futuras pudessem ser descritas *ex ante* nos contratos.

2.2 Teoria da Firma

A teoria da firma é o alicerce conceitual onde se estabelecem os estudos sobre governança corporativa. Segundo Hart (1996, p. 199), uma pessoa externa aos estudos de economia provavelmente daria como certa a existência de uma teoria bem desenvolvida e aceita sobre a firma, haja vista que as firmas são os motores propulsores do crescimento das modernas economias capitalistas. Entretanto, segundo o autor, pouca coisa poderia estar mais distante da verdade. A teoria neoclássica, apesar do seu formalismo e rigor na construção dos modelos, retrata as empresas de maneira rudimentar. Importantes teorias foram desenvolvidas ao longo do século XX por estudiosos como Knight (1921), Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972), Williamson (1975), Jensen e Meckling (1976), entre outros, visando a incorporar características do mundo real em uma nova teoria da firma. Entretanto, é importante ressaltar, de acordo com Hart (1996, p. 199), que a falta de precisão e de rigor na construção desses modelos fez com que os mesmos falhassem até o presente momento em serem aceitos como a corrente teórica principal pela comunidade científica, permanecendo a teoria neoclássica, com seu modelo extremamente simples da empresa, como a corrente teórica central da economia.

A abordagem dos custos de transação de Coase (1937) para explicar a existência das empresas em uma economia especializada de trocas é o ponto de partida para toda a teoria da

firma. Segundo Coase (1937), a alocação de recursos pelos gestores dentro da empresa se torna viável se o custo de coordenar os recursos por arranjos de mercado (denominado custos de transação ou custos de acessar o mercado) exceder o custo de gerenciá-los dentro da empresa. O custo de organização interno, conceito criado por Coase (1937), engloba os custos de agência, foco dos estudos de governança corporativa. Segundo Furubotn e Richter (2002, p. 63), apesar da importância da discussão sobre a eficiência da integração vertical para as empresas e de seus impactos sobre a sociedade, as idéias originais de Coase (1937) sobre os custos de transação ficaram de certa forma adormecidas por mais de trinta anos, passando a serem mais discutidas e trabalhadas na academia somente a partir dos anos setenta, principalmente por Williamson (1964, 1971, 1975, 1985), Alchian (1969), Alchian e Demsetz (1972), Klein *et al.* (1978) e North (1978).

Outro estudo seminal para o entendimento dos problemas de governança foi desenvolvido por Alchian e Demsetz (1972), que discorrem sobre o problema do oportunismo decorrente da dificuldade de mensuração do desempenho e de atribuição de responsabilidades específicas em uma produção em equipe. Segundo os autores, a firma serve para lidar com os problemas criados pelos conflitos de interesse entre membros de uma equipe. O argumento é baseado em duas hipóteses: (1) a cooperação é mais produtiva quando alcançada por meio de uma equipe organizada do que por meio dos esforços individuais ligados por mercados impessoais; (2) uma equipe organizada exacerba o problema de mensuração de desempenho e de atribuição de responsabilidade dos membros da equipe em relação ao sucesso ou fracasso do esforço cooperativo. Desta forma, a necessidade da equipe para a produção surge como resultado das interdependências. Esta interação sinérgica torna difícil, eventualmente impossível, isolar a contribuição atribuível a um único indivíduo (insumo de produção) para o valor da produção. A sinergia aumenta, portanto, a produtividade da organização em equipe quando comparada com a produção por pessoas agindo por conta própria como unidades de

produção autônomas. A dificuldade crescente, causada pela sinergia, em isolar o produto marginal de um insumo de produção específico faz com que o problema da fuga do trabalho⁷ se torne importante. Este problema decorre da tendência de cada indivíduo da equipe maximizar sua utilidade mesmo que às custas do esforço da equipe. Como os ganhos decorrentes da fuga do trabalho são direcionados para o indivíduo oportunista e os custos são difundidos coletivamente, a maximização da utilidade faz com que os membros da equipe se comportem de forma a comprometer a eficiência da equipe. Segundo Alchian e Demsetz (1972), o problema do oportunismo é reduzido pela presença de um sistema organizacional eficaz de incentivos contendo: salários fixos para os empregados; esforços de monitoramento empreendidos pelo proprietário-gestor (que possui os direitos para demitir e promover empregados); e, uma compensação do proprietário-gestor decorrente exclusivamente do resíduo após a firma pagar todos os seus custos contratados. Em resumo, a necessidade de controlar a quantidade de atitudes oportunistas se resolve pela supervisão da mão de obra e pelo alinhamento de interesses com base na retenção do lucro pelo proprietário-gestor.

Visando a responder a pergunta básica: a empresa deve fazer ou comprar um determinado insumo? Williamson (1975) elaborou uma explicação para a integração vertical das empresas com base na especificidade dos ativos e na eliminação da possibilidade de oportunismo. O controle dos ativos por um único proprietário é visto como um método efetivo para reduzir o escopo e o impacto do comportamento oportunista na execução de uma determinada atividade. A produtividade da integração vertical, segundo Williamson (1975), está na habilidade em reduzir os gastos necessários para a proteção das partes cooperativas em relação a um comportamento oportunista. Segundo Williamson *apud* Demsetz (1995, p. 20), em uma situação de ausência de oportunismo, a troca pelo mercado é a forma mais eficiente de cooperação. Em conjunto com a teoria da redistribuição de riscos de Knight (1921), da

⁷ Tradução livre do termo *shirking*.

redução nos custos de coordenação de Coase (1937) e da sinergia da produção em equipe de Alchian e Demsetz (1972), os argumentos de Williamson (1975) compõem a quarta possível fonte de produtividade de uma organização empresarial – a redução da severidade dos problemas de oportunismo.

2.2.1 Economia dos Custos de Transação (ECT)

Segundo Williamson (1996, p. 172), a Economia dos Custos de Transação (ECT) possui duas vertentes principais: uma mais relacionada às questões de mensuração dos custos de transação na economia, com uma abordagem mais macro-institucional, e a outra, foco dos estudos de Williamson, enfatizando a governança das relações contratuais.

Ao contrário da teoria neoclássica da firma, que considera a empresa apenas uma função de produção com o objetivo definido de maximização dos lucros, a ECT aborda a questão do juízo gerencial⁸ presente nas organizações, tratando a firma como uma estrutura de governança. Williamson (1996, p. 173) ressalta que as visões da firma como uma função de produção e como uma estrutura de governança não são opostas, sendo mais útil abordá-las como visões complementares. Ao tocar na questão comportamental, a ECT assume que os agentes são sujeitos à racionalidade limitada e ao oportunismo nas suas ações. O conceito de racionalidade limitada deve ser entendido não como um certo grau de irracionalidade, mas sim como uma limitação dos agentes em preverem todas as contingências possíveis de antemão ao tomarem as decisões. Em relação à busca por contratos eficientes, a ECT examina formas alternativas de organizações econômicas com base na sua capacidade de salvaguardar as transações contra os perigos de atitudes oportunistas. Uma premissa da ECT, portanto, é a impossibilidade de elaboração de contratos completos.

⁸ Tradução livre do termo *managerial discretion*

A unidade de análise da ECT é a transação, o que explica a necessidade de se estudar os contratos. É o estabelecimento da transação como unidade de análise que permite a execução de estudos empíricos. Esses estudos, em sua maioria, visam a alinhar transações (que diferem em seus atributos) às estruturas de governança (cujos custos e competências também diferem), de forma comparativa (poupadora de custos de transação). Entre as maneiras pelas quais as transações podem diferir, a mais importante, segundo Williamson (1996) é a especificidade dos ativos, surgindo uma condição de dependência bilateral quando contratos incompletos e especificidade dos ativos estão juntos.

A ECT também dá ênfase *ex post* nos custos das relações contratuais. Segundo Williamson (1985, p. 21), esses custos incluem: (1) os custos de mal-adaptação incorridos quando as transações são desalinhadas; (2) os custos incorridos por ambas as partes de disputa por condições melhores para corrigir os problemas de desalinhamento *ex post*; (3) os custos de instalação e de implementação associados às estruturas de governança em disputa, e (4) os custos incorridos por ambas as partes para garantir ao outro lado o comprometimento efetivo ao acordo. A redução desses custos por meio da escolha de uma estrutura de governança (de mercado, hierárquica ou híbrida) é a principal diretriz da ECT.

A ECT também utiliza os conceitos de seleção natural econômica, na qual a forma de organização mais eficiente em relação aos concorrentes sobrevive. Entretanto, Williamson (1996, p. 175) ressalta que a ECT não possui qualquer razão para considerar a organização sobrevivente a forma de organização mais eficiente em qualquer sentido absoluto. Desta forma, a ECT não se propõe a estabelecer pontos “ótimos” para as formas de organização.

2.2.2 Direitos de Propriedade, contratos e instituições

A proteção ao investidor, objeto de muitos estudos sobre governança corporativa, tem como base conceitual a teoria dos direitos de propriedade construída pela Nova Economia das Instituições (NEI). Os direitos de propriedade, discutidos nos artigos seminais de Coase

(1962) e Demsetz (1967), são variáveis explicativas do nível de desenvolvimento econômico de um ambiente institucional e também do modelo de governança corporativa adotado pelas empresas nesse ambiente, ao causarem impacto na estrutura de propriedade das empresas. A teoria dos contratos permite compreender como se dão as trocas de direitos de propriedade dentro e entre as organizações, sendo a base da teoria de agência que, por sua vez, é a base conceitual da pesquisa. Ademais, a pesquisa utiliza a abordagem da Nova Economia das Instituições (NEI) de visualização das empresas como umnexo de contratos. Já as instituições, segundo North (1990, p. 3), são as regras do jogo em uma sociedade. As instituições moldam não apenas o desempenho econômico do ambiente, mas as estruturas de governança e o modelo de governança corporativa adotados pelas empresas. É necessário compreender a evolução das instituições em um determinado ambiente para se entender os padrões de governança corporativa existentes.

2.3 A Função-Objetivo da corporação e a Governança Corporativa

Segundo Silveira *et al.* (2004c), no cerne das discussões sobre governança corporativa, estão questões básicas que precisam ser respondidas por qualquer corporação, tais como: qual é o objetivo da empresa? Em função de quais interesses as organizações devem ser geridas? Quais devem ser os critérios para tomada de decisão e avaliação de desempenho? Como devem ser definidos os *tradeoffs*⁹ entre os diversos interesses conflitantes nas corporações?

Duas funções-objetivo da corporação se destacam na literatura para responder a essas questões: a teoria da maximização da riqueza dos acionistas¹⁰, que defende que as decisões corporativas sejam tomadas visando sempre maximizar o valor da empresa, e a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*, que defende que as decisões sejam tomadas para

⁹ O termo *tradeoff* é utilizado para designar os pontos de troca de uma escolha pela outra.

¹⁰ No presente texto, considera-se o conceito de maximização da riqueza dos acionistas similar ao conceito de maximização do valor da empresa.

equilibrar e satisfazer os interesses de todos os públicos envolvidos com a corporação. A escolha da função-objetivo depende da consideração de três dimensões principais:

- dimensão sociedade: qual função-objetivo gera um maior bem estar para a sociedade?
- dimensão empresa: qual função-objetivo torna a empresa mais eficiente e produtiva?
- dimensão profissional: qual função-objetivo especifica de forma clara como os executivos e conselheiros devem tomar decisões e serem avaliados?

A função-objetivo que melhor responder a essas questões deve ser a escolhida como pano de fundo para elaboração e implementação do modelo de governança, pois será aquela que resultará em maior bem estar social, maior eficiência corporativa e melhor definição dos critérios de avaliação dos administradores da companhia.

Segundo Jensen (2001a, p. 11), “na ausência de externalidades¹¹ ou monopólio, duzentos anos de pesquisa em economia e finanças têm mostrado que o bem estar social é maximizado quando cada empresa em uma determinada economia maximiza seu valor de mercado”, corroborando a hipótese de que a maximização da riqueza dos acionistas satisfaz melhor à dimensão sociedade. Segundo o autor, a dimensão empresa também é mais bem atendida pela teoria da maximização da riqueza dos acionistas, pois "como é matematicamente impossível maximizar em mais de uma direção, um comportamento com propósito lógico requer uma única função-objetivo, e não múltiplos objetivos conforme apregoado pela teoria dos *stakeholders*". Com relação à dimensão profissional, Jensen (2001a, p. 9) argumenta que a teoria dos *stakeholders* não especifica como os gestores deverão efetuar os *tradeoffs* entre os interesses conflitantes, deixando-os sem responsabilidade pelos seus atos, ao não fornecer um critério objetivo para tomada de decisão, tampouco uma maneira

¹¹ O termo econômico externalidade significa uma situação na qual os tomadores de decisão não carregam totalmente as conseqüências em termos de custos ou benefícios pelas suas escolhas ou ações. Um exemplo de externalidade ocorre quando uma empresa polui o ambiente lançando detritos em um rio sem pagar pelo direito de fazer isso às partes que estão abrindo mão da água limpa.

objetiva para avaliação de desempenho. De acordo com Jensen (2001a, p. 10), a discussão sobre o objetivo da empresa envolve duas questões:

1. A empresa deve possuir uma única função-objetivo?
2. Caso positivo, o objetivo a ser atingido deve ser a maximização do valor da empresa ou algum outro objetivo, como a manutenção de empregos ou a maximização da participação de mercado?

Segundo o autor, a questão principal, mais importante e geralmente não discutida, é definir se a empresa deve possuir uma única função-objetivo ou se ela deve perseguir múltiplos objetivos. Desta forma, ao invés da discussão ser estruturada como: teoria dos acionistas vs. teoria dos *stakeholders*, ela deveria ser estruturada da forma: busca por um único objetivo corporativo vs. busca por múltiplos objetivos. Como exemplo, suponha que uma empresa deseje tanto aumentar os seus lucros quanto a sua participação de mercado (Figura 3). Dentro de uma faixa de aumento de participação de mercado, a empresa também obterá crescimento nos lucros. Entretanto, a partir de determinado ponto, o aumento na participação de mercado somente será proporcionado mediante a redução dos lucros da empresa no período corrente, seja por aumentos de investimentos com pesquisa e desenvolvimento, seja por aumento de despesas com propaganda ou por promoções para promover crescimento de vendas. Neste caso, será logicamente impossível maximizar ambas as variáveis, levando a uma situação em que o administrador precisará de um *tradeoff* entre lucros e participação de mercado. Em uma situação de múltiplos objetivos, na qual a empresa visasse maximizar os lucros correntes e a participação de mercado, o administrador não teria critérios claros para definir os *tradeoffs* e, portanto, para tomar decisão. Nesta situação de múltiplos objetivos, a decisão seria tomada com base em critérios subjetivos do gestor, podendo levar a ineficiências decorrentes de limitações técnicas ou do problema de agência.

No caso da definição de um único objetivo (lucro máximo ou participação de mercado), o gestor teria um critério lógico para tomada de decisão e para avaliação do seu desempenho.

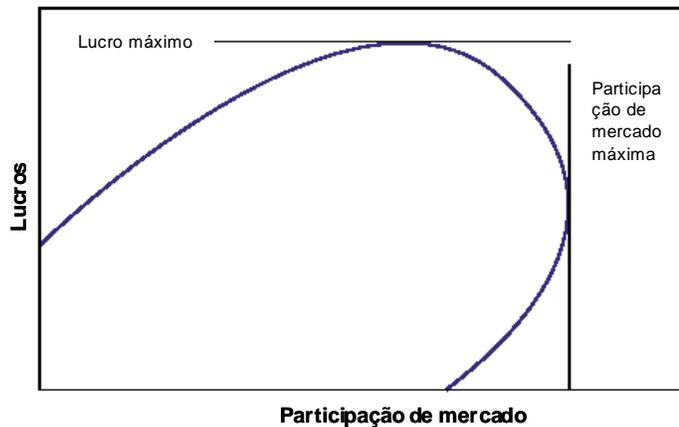


Figura 3 – Tradeoff entre lucro e participação de mercado.

Fonte: Jensen, M., Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. Journal of Applied Corporate Finance, v. 14, n. 3, 2001, p. 10.

Com base nos argumentos apresentados no exemplo acima, Jensen (2001a, p.10) afirma que é impossível a empresa obter sucesso perseguindo múltiplos objetivos, pois fatalmente acabará não os alcançando. Segundo o autor, a tentativa de maximizar diversos objetivos causará conflitos ao gestor quanto à definição dos *tradeoffs* para tomada de decisões, o que deixará, por fim, a empresa sem objetivo algum. Em resumo, o autor afirma que “múltiplos objetivos significa não ter objetivos”. Como consequência, uma proposta para a empresa resolver este impasse seria a especificação de uma única função-objetivo que englobasse os efeitos das decisões sobre todas as variáveis¹². Apesar de não se poder assegurar que a função definida será maximizada, ou mesmo que a maximização resultará em melhor desempenho da empresa, ao menos poderá se garantir que as decisões serão tomadas na mesma direção, minimizando a existência de conflitos e fornecendo critérios lógicos para tomada de decisão e avaliação dos executivos.

¹² Matematicamente, esta solução seria o equivalente a deixar algumas variáveis constantes (atender a determinados objetivos das variáveis secundárias), maximizando a variável escolhida (variável principal ou função-objetivo da corporação).

2.3.1 Conceitos sobre a teoria da maximização da riqueza dos acionistas

A teoria da maximização da riqueza dos acionistas possui suas raízes ligadas às teorias de economia e finanças. Segundo Jensen (2001a, p. 9), a maioria dos economistas financeiros, quando perguntados sobre a função-objetivo da corporação, simplesmente responderiam que os executivos devem ter um critério claro e lógico para tomar decisões e terem seu desempenho avaliado, e que este critério deve ser a maximização do valor da empresa. Este argumento é corroborado pela maioria dos livros-texto de administração financeira, conforme Brealey e Myers (2003), que afirmam que o gestor deve agir em interesse dos proprietários, que têm por objetivo maximizar a sua própria riqueza. Um argumento simples, exposto por Sundaram e Inkpen (2001), é o fato de esta abordagem ter sido a predominante nos últimos 150 anos, período em que nenhuma outra se mostrou mais eficiente.

As principais teses sobre a teoria da firma desenvolvidas nos campos da economia, ressaltam que deve caber aos proprietários o direito sobre os resíduos (lucros) e a tomada de decisões na empresa, como os estudos de Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976). Além do argumento conceitual da teoria da firma em favor do direito residual dos acionistas, a argumentação tradicional afirma que, como os acionistas são os *stakeholders* que carregam mais risco e menos direitos legais em relação à corporação, é em favor deles que as decisões devem ser tomadas. Sob este ponto de vista, todos os participantes da corporação possuem contratos explícitos ou implícitos que os permitem saber de antemão quanto e quando serão remunerados, exceto os acionistas. Com relação à hierarquia de recebimentos, o risco do acionista é maior, pois ele somente receberá remuneração se todos os outros públicos de interesse forem antes remunerados. Ademais, no caso de não recebimento de remuneração periódica por serviços prestados, qualquer *stakeholder* (por exemplo, um fornecedor de insumos ou um credor) possui o direito de acionar judicialmente a companhia, podendo levá-la à falência, novamente com exceção apenas dos acionistas. Por fim, no caso de problemas

de competitividade da companhia, todos os *stakeholders* podem deixar de renovar seus contratos e migrar para outras companhias (por exemplo, os empregados podem mudar de emprego, os fornecedores podem deixar de vender insumos, os credores podem deixar de emprestar recursos, etc.), enquanto os acionistas permanecem como os únicos *stakeholders* com “fundos perdidos”¹³ na companhia.

Em razão dos motivos expostos acima, Jensen (2001, p. 2), afirma que “conceder o controle a qualquer outro grupo que não aos acionistas seria o equivalente a permitir que este grupo jogasse pôquer com o dinheiro dos outros, criando ineficiências que levariam à possibilidade de fracasso da corporação. A negação implícita desta proposição é a falácia que se esconde por trás da chamada teoria dos *stakeholders*”. Sundaram e Inkpen (2001) ressaltam ainda que qualquer desvio do objetivo de maximizar o valor para o acionista pode levar a um incremento do problema de agência dos gestores.

Analisando a teoria da maximização da riqueza dos acionistas pelo aspecto normativo, deve-se observar que os executivos da companhia são representantes legais dos acionistas, sendo designados pelo conselho de administração (cujos membros são eleitos pelos acionistas). Desta forma, cabe aos executivos tomar decisões no melhor interesse dos acionistas, e não procurar equilibrar interesses em favor de todos os públicos envolvidos com a companhia. Sundaram e Inkpen (2001) enfatizam ainda que, ao maximizar o valor para o acionista, todo o valor da empresa é maximizado. Segundo os autores, tal objetivo favoreceria todos os *stakeholders* que tivessem interesse no sucesso de longo prazo da corporação, ao maximizar sua possibilidade de sobrevivência.

¹³ Tradução livre do termo *sunk funds*.

2.3.2 Críticas à teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*

Jensen (2001a, p.9) afirma que, além da teoria dos *stakeholders* possuir suas raízes ligadas à sociologia, comportamento organizacional e políticas de grupos específicos, ela atende também aos interesses pessoais dos executivos, por os deixarem livres para tomar decisões com base em seu livre arbítrio, não sendo avaliados com base em critérios objetivos. Segundo Jensen (2001a, p.9), a teoria de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders* não deve nem mesmo ser vista como uma legítima concorrente da teoria da maximização do valor da empresa, já que não fornece uma especificação completa do propósito da corporação. De acordo com o autor, sem a clareza de uma missão fornecida por uma única função-objetivo, “as companhias que adotam a teoria dos *stakeholders* acabarão passando por confusão gerencial, conflito, ineficiência, e, talvez, fracasso corporativo”.

Outra crítica à teoria dos *stakeholders* relaciona-se à sua dificuldade de implementação. Este argumento é mencionado inclusive por defensores da abordagem, como Freeman e Mcvea (2000), que destacam a dificuldade de identificar quem são os *stakeholders*, qual o seu grau de relevância para a organização, quais são os seus objetivos e como é possível conciliá-los para uma gestão baseada no *stakeholder* ser bem-sucedida. Segundo os autores, na ausência de um critério justo para as decisões, a dificuldade em atender a todos os distintos interesses dos públicos envolvidos levará, certamente, a uma situação de conflito.

Para Sternberg (1999), é impossível trabalhar para o alcance do objetivo da teoria dos *stakeholders*, já que a abordagem não estabelece qualquer diretriz para a identificação dos envolvidos a terem seus interesses levados em consideração ou diretrizes para a determinação da forma de balanceamento dos seus benefícios e interesses distintos. Enfim, para tal teoria tornar-se passível de tratamento, seria necessário o estabelecimento de objetivos substantivos. Desta forma, a autora conclui que a abordagem dos *stakeholders* seria, portanto, incompatível com a governança corporativa.

Sternberg (1999) trata ainda de questões como direitos de propriedade e distribuição da riqueza. Para a pesquisadora, a teoria dos *stakeholders* solapa a propriedade privada, já que nega aos proprietários o direito de determinar para que fim eles usarão sua propriedade. Além disso, autora afirma que tal teoria nega o dever de lealdade que os agentes devem aos principais, já que os agentes supostamente seriam responsáveis por todos os *stakeholders* e não apenas pelo principal. Sternberg (1999) observa ainda que os benefícios para a sociedade somente serão gerados se houver a maximização do valor da empresa para os investidores. Caso contrário, não haverá qualquer tipo de investimento e nenhuma riqueza ou benefício será gerado. Por fim, para Jensen (2001a), a teoria dos *stakeholders* seria uma prescrição para a destruição de valor da empresa e para a redução do bem estar social. Segundo Jensen (2001, p. 2), “esta teoria deixa os executivos sem qualquer princípio para tomada de decisão, fazendo-os responsáveis por ninguém a não ser por suas preferências pessoais – ironicamente o oposto do que os defensores da teoria dos *stakeholders* desejam alcançar”.

Após enfatizar as fragilidades conceituais da teoria dos *stakeholders*, a presente pesquisa parte da premissa de que a principal responsabilidade dos executivos é adicionar valor para os acionistas, haja vista que a maximização da riqueza dos acionistas é considerada uma função-objetivo mais robusta para atender às três dimensões de interesse definidas:

- dimensão sociedade: o maior bem estar social é alcançado quando todas as empresas em um determinado ambiente procuram maximizar seu valor de mercado¹⁴;
- dimensão empresa: as empresas obtêm máxima produtividade e eficiência quando possuem uma única função-objetivo, dada pela maximização do seu valor de longo prazo;
- dimensão profissional: a abordagem da maximização da riqueza dos acionistas dá aos executivos um critério lógico para tomada de decisão e avaliação do seu desempenho.

¹⁴ Conforme exposto no texto, na ausência de externalidades e monopólios.

2.4 Panorama de governança corporativa no Mundo e no Brasil

Governança Corporativa é considerado o principal foco das discussões sobre alta gestão no mundo atualmente. Os debates sobre o tema aumentaram consideravelmente após o ano de 2002, com os problemas de governança corporativa ocorridos no mercado de capitais norte-americano, o mais sofisticado do mundo e considerado até então como exemplo de modelo de governança para todos os outros mercados, principalmente os mercados dos países emergentes como o brasileiro. Naquele ano, grandes empresas como Enron, Worldcom e Xerox, entre outras, foram acusadas de fraudes contábeis, envolvendo principalmente adulteração de balanços contábeis, negociação de valores mobiliários das companhias por gestores com informação privilegiada (*insider trading*) e evasão fiscal. O problema de governança da Enron que acarretou sua falência provocou forte comoção no mercado norte-americano pelo fato de a empresa ter sido considerada a companhia mais admirada dos EUA, ser a sétima maior companhia norte-americana e, principalmente, por ter provocado grandes prejuízos aos seus funcionários, haja vista que grande parte dos recursos do seu fundo de pensão estava alocado em ações da companhia. O escândalo da Enron acarretou também a falência de uma das cinco maiores companhias de auditoria do mundo, a Arthur Andersen.

Na Europa continental, com um modelo de governança corporativa distinto do norte-americano, também foram divulgados escândalos financeiros de grandes proporções a partir do ano de 2002, notadamente os casos Vivendi, Royal Ahold e, mais recentemente, o caso Parmalat. Esses casos demonstram que os problemas de governança corporativa possuem raízes mais profundas, não sendo apenas consequência da alegada pressão excessiva do mercado norte-americano sobre os gestores por resultados de curto prazo. Os problemas de governança corporativa têm atraído cada vez mais a atenção das autoridades públicas, haja vista que promovem desajustes sociais no curto prazo (demissões, lacunas no mercado, etc.) e problemas potenciais no longo prazo, decorrentes da fuga dos investidores, aumento do custo

de capital e redução dos investimentos. Como exemplo, a figura abaixo mostra a queda abrupta do valor das ações da Parmalat em dezembro de 2003, quando foi revelado um rombo na companhia de cerca de 10 bilhões de euros, o equivalente a 0,8% do PIB italiano.



Figura 4 – Evolução do preço das ações da Parmalat.

Fonte: Bloomberg® <acesso em 23/01/04>

Existe uma clara distinção entre o problema básico de governança nas companhias norte-americanas e o problema básico de governança nas companhias brasileiras. O ambiente econômico e a proteção ao investidor¹⁵ fazem com que a estrutura de propriedade das companhias norte-americanas seja muito distinta da estrutura de propriedade das companhias brasileiras. A maioria das grandes companhias abertas norte-americanas é caracterizada por uma estrutura de propriedade difusa, com muitos acionistas, na qual existe uma separação clara entre propriedade e controle, isto é, entre quem é acionista e quem é gestor. No caso brasileiro, a situação é diferente, já que as companhias abertas possuem uma estrutura de propriedade bastante concentrada, com a presença marcante de um acionista controlador, que

¹⁵ Segundo recentes estudos, a proteção ao investidor depende não apenas da existência de leis, mas, principalmente, da sua garantia de cumprimento (*enforcement*).

geralmente atua como gestor da companhia ou indica uma pessoa da sua confiança para exercer tal função. Existe no caso brasileiro, portanto, uma maior sobreposição entre propriedade e controle. A diferença marcante de estrutura de propriedade é exemplificada na figura a seguir, que mostra a concentração da propriedade em grandes companhias brasileiras, em comparação com grandes companhias norte-americanas.

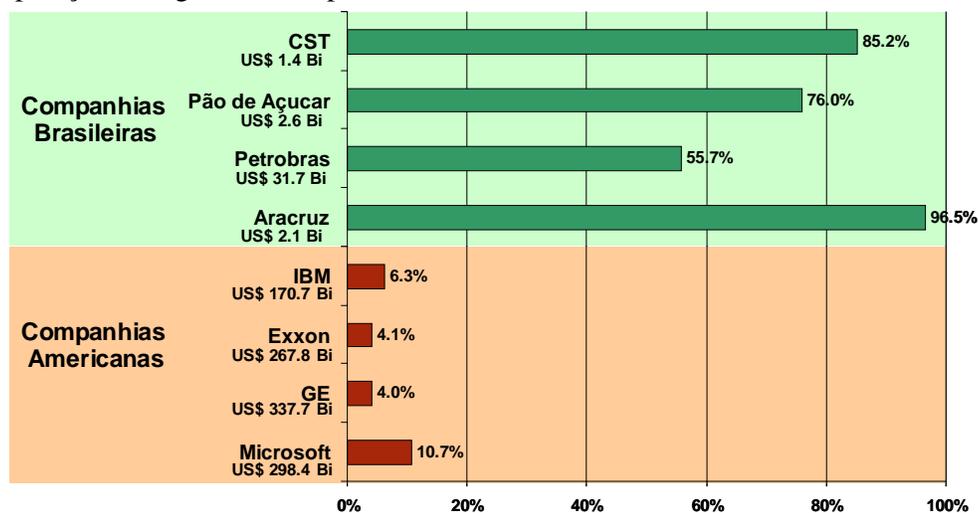


Figura 5 – Percentual de ações com direito a voto em posse do maior acionista.

Fonte: Economática®, Bloomberg® e DIVEXT – CVM. < em 23/01/04 >

Obs: Para as companhias brasileiras, foi contabilizado o total de ações ordinárias em posse do (s) acionista (s) controlador (es).

Conforme exemplificado acima, é difícil encontrar uma grande companhia americana com um único acionista possuindo mais de 20% das suas ações. Como exemplo, tem-se a GE, cujo valor de mercado é de cerca de US\$ 337 bilhões de dólares. Para um determinado investidor ser proprietário de 20% da GE, seria necessário que o mesmo tivesse cerca de US\$ 67 bilhões de dólares alocados na empresa. Mesmo que alguém ou alguma instituição tivesse tantos recursos para alocação, não seria razoável, do ponto de vista da diversificação da sua carteira de investimentos, alocar tudo em uma única companhia. Como resultado, o modelo de governança norte-americano é caracterizado por acionistas relativamente fracos e executivos fortes, cujo principal desafio é fazer com que os gestores das companhias tomem as decisões no melhor interesse dos acionistas. Essa tentativa de alinhamento dos interesses dos executivos aos interesses dos acionistas é buscada por meio de mecanismos internos, como

um conselho de administração ativo e independente em favor de todos os acionistas, ou por meio de mecanismos externos, como um mercado de aquisições hostis ativo.

No caso brasileiro, como consequência da alta concentração da propriedade (principalmente das ações com direito a voto), o principal problema de governança ocorre entre acionistas controladores e outros fornecedores de recursos financeiros, que são os acionistas minoritários e os credores de longo prazo. Desta forma, o principal desafio no Brasil é fazer com que as companhias aprimorem suas práticas de governança para proteger os acionistas minoritários e os credores de longo prazo. Em outras palavras, é necessário um aumento da proteção ao investidor sob a forma de maior transparência das decisões tomadas pelos controladores e da garantia de voz aos minoritários, por meio de participação no conselho de administração ou de adesão da empresa a mecanismos eficientes e menos onerosos para resolução de conflitos societários, como Câmaras de Arbitragem.

2.4.1 Os investidores institucionais e a governança corporativa

O movimento em torno da governança corporativa foi fomentado em grande parte pelo ativismo dos investidores institucionais nos EUA a partir do final dos anos oitenta¹⁶, como resposta a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos, que naquela época dominavam os conselhos de Administração. A partir de então, os investidores institucionais passaram a exigir melhores práticas de governança como condicionante para alocação de recursos nas companhias. Os investidores institucionais compreendem fundos de pensão, fundos mútuos (fundos de investimento) e companhias de seguro e possuem grande disponibilidade de recursos para investimento, por reunirem a poupança coletiva de milhares de indivíduos. Como esses investidores tipicamente visam retornos de longo prazo, o investimento via compra de ações ou papéis de dívida de longo

prazo como bônus e debêntures constitui um caminho natural para eles. Por fim, como forma de diversificar o risco da sua carteira de ativos, geralmente atuam como minoritários de muitas companhias¹⁷. Atualmente, os investidores institucionais já são os maiores investidores do mercado acionário norte-americano, conforme a figura a seguir:

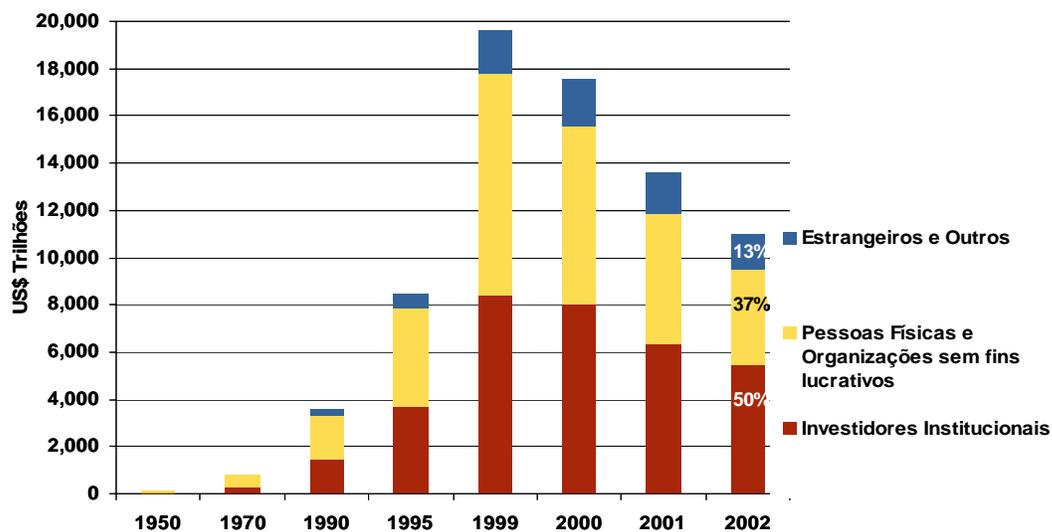


Figura 6 – Participação dos investidores no mercado acionário norte-americano.

Fonte: Federal Reserve Board “Flow of Funds” www.federalreserve.gov

New York Stock Exchange (NYSE)

http://www.nysedata.com/factbook/viewer_interactive.asp?hidCategory=12

Conforme observado na Figura 6, embora atuem como minoritários nas empresas, os investidores institucionais possuem grande poder de voto quando unidos. Essa união começou a ocorrer a partir dos anos oitenta, com a criação de associações como o *Council of Institutional Investors* (CII), o *Institutional Shareholder Services* (ISS) e, mais recentemente, a *International Corporate Governance Network* (ICGN)¹⁸. É importante ressaltar o papel fundamental de dois grandes fundos de pensão na criação dessas entidades: o fundo de pensão dos professores universitários e pesquisadores norte-americanos, *Teachers' Insurance and*

¹⁶ Muitos analistas chegam em algumas ocasiões a utilizar o ativismo dos investidores institucionais como um termo substituto de governança corporativa.

¹⁷ De forma peculiar, existem no Brasil diversos fundos de pensão pertencentes ao grupo de controle de companhias abertas, principalmente em decorrência do processo de privatização ocorrido nos anos noventa.

¹⁸ O ICGN foi criado em 1995 e reúne os principais fundos de pensão e instituições financeiras dos EUA, Europa e Austrália. Seus membros gerenciam ativos da ordem de US\$ 10 trilhões, e seus princípios

Annuity Association - College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF), e o fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, Calpers (*California Public Employees Retirement System*). O TIAA-CREF é o maior fundo de pensão do mundo, com US\$ 307 bilhões sob gestão no final de 2003. O Calpers é reconhecido como o pioneiro no movimento por melhores práticas de governança corporativa, gerenciando cerca de US\$ 154 bilhões de dólares em dezembro de 2003, com cerca de US\$ 96 bilhões investidos em ações de mais de 1.500 empresas. Como exemplo, sua carteira de investimentos é apresentada a seguir:

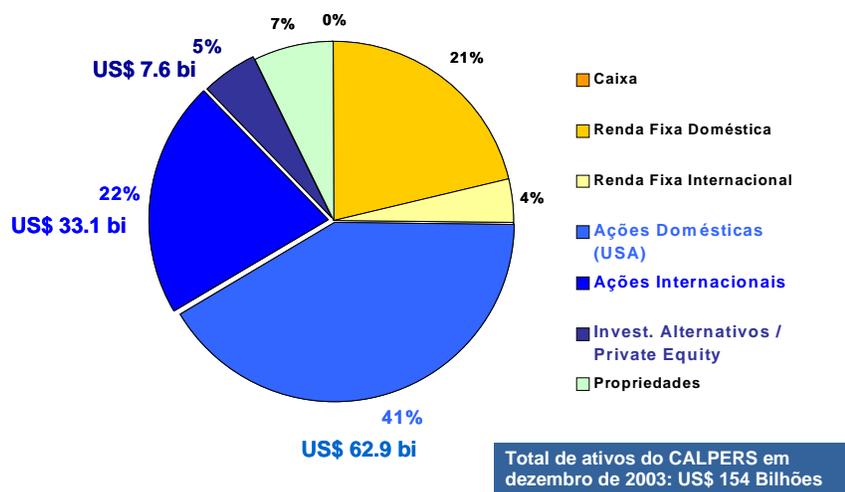


Figura 7 – Carteira de investimentos do Calpers em dezembro de 2003

No Brasil, os fundos de pensão vêm atuando como importantes propulsores do movimento em torno da governança corporativa, com destaque para os maiores fundos, como o Previ (cerca de R\$ 54 bilhões sob gestão no final de 2003) e o Petros (cerca de R\$ 21 bilhões). Esses fundos são potenciais investidores em títulos de dívida de longo prazo e ações das companhias, principalmente em um cenário futuro de redução da taxa básica de juros da economia. Em outras palavras, as entidades fechadas de previdência complementar (EFPC's) possuem cada vez mais recursos para investimentos em relação ao tamanho da economia nacional, conforme a Figura 8, e tenderão a alocar uma parcela cada vez maior dos seus recursos em investimentos ligados ao setor produtivo, como debêntures e ações.

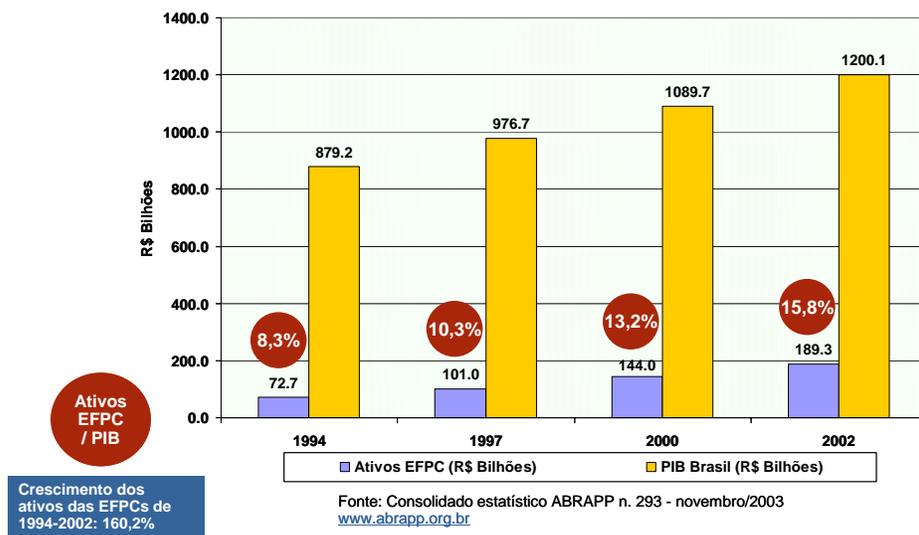


Figura 8 – Evolução dos ativos das EFPC's em relação ao PIB no Brasil

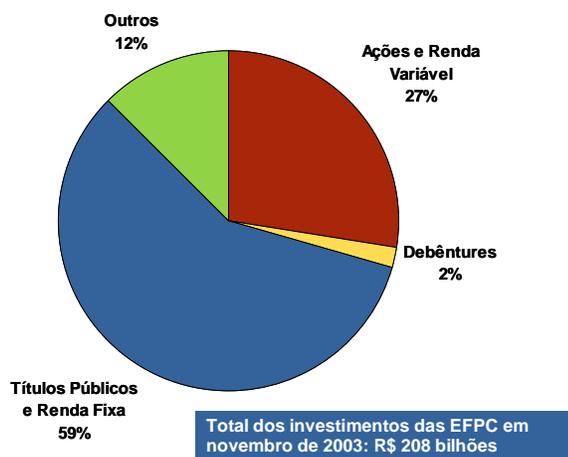


Figura 9 – Carteira de investimentos das EFPC's brasileiras (novembro/2003)

2.4.2 A Governança Corporativa no Brasil

No Brasil, a análise de pesquisas sobre governança corporativa realizadas pelo IBGC (2001), McKinsey & Company e Korn/Ferry International (2001), Saito e Dutra (2002), Leal e Oliveira (2002a) e por Silveira (2002) permite traçar um modelo geral de governança corporativa para as companhias abertas brasileiras, com as seguintes características:

aos direitos dos minoritários; e conselhos ativos e independentes.

MODELO ATUAL	
Estrutura de Propriedade	1. Alta concentração das ações com direito a voto (ordinárias)
	2. Alto nível de utilização de ações sem direito a voto (preferenciais)
	3. Empresas fundamentalmente de controle familiar ou controladas por poucos investidores
	4. Não reconhecimento dos interesses dos acionistas minoritários
	5. Acionistas minoritários pouco ativos
	6. Alta sobreposição entre propriedade e gestão
Conselho de Administração	1. Pouca clareza na divisão dos papéis conselho/diretoria executiva, principalmente nas empresas familiares
	2. Estruturas informais dos conselhos (ausência de comitês)
	3. Maioria de conselheiros externos, porém não independentes
	4. Escassez de conselheiros profissionais capacitados
	5. Remuneração como fator pouco relevante

Figura 10 – Modelo atual de governança corporativa das companhias brasileiras.

Fontes: Pesquisa Mckinsey e Korn & Ferry - Panorama de Governança Corporativa no Brasil - 2001

Pesquisa IBGC - Pesquisa sobre governança corporativa. Novembro, 2001.

Silveira, A. M., "Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil", Dissertação de Mestrado defendida na FEA/USP, São Paulo, Outubro de 2002.

A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas, como mostram os trabalhos de Leal *et al.* (2000b, 2002b), Okimura *et al.* (2004) e Silveira *et al.* (2005b). O quadro abaixo resume estudos que descrevem a grande concentração do direito de controle (percentual de ações ordinárias) nas companhias abertas brasileiras:

Concentração das ações com direito a voto		Estudo
3 Maiores Acionistas	79%	Leal <i>et al.</i> (2002b)
Acionistas Controladores	76%	Okimura <i>et al.</i> (2004)
Acionistas Controladores	77,4%	Silveira (2002)
Acionistas participantes do Acordo de Acionistas	81%	Silveira (2002)

Figura 11 – Concentração da estrutura de propriedade no Brasil.

Fontes: Leal, R., Carvalho-da-Silva, A. Valadares, S., Estrutura de Propriedade e Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto, 2002.

Okimura, R. T., Silveira, A. M., Rocha, K. C., Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. Anais do XXVIII Enanpad. 2004

Silveira, A. M., "Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil", Dissertação de Mestrado - FEA/USP, São Paulo, Outubro de 2002.

A alta concentração da propriedade e controle nas empresas brasileiras é em parte explicada por incentivos dados no passado para a abertura de capital das companhias, que

trouxeram ao mercado de ações empresas que, na ausência de tais incentivos, provavelmente teriam sido mantidas privadas e controladas por poucos indivíduos. Outra característica importante do modelo de governança das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Segundo Leal *et al.* (2002b), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão deste artifício, que compreende, em média, 46% do capital total das companhias abertas. Como resultado, Leal *et al.* (2002b, p. 14) argumentam que, se existe alguma diluição na propriedade das empresas brasileiras, ela ocorre por meio de ações sem direito a voto. A emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa do que seria necessário se todas as ações possuísem igual poder de voto, aumentando, conseqüentemente, o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Desta forma, os benefícios de se ter um grande acionista controlador, principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados, são reduzidos em grande parte no Brasil, já que, apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

A manutenção do atual modelo de governança corporativa das companhias brasileiras é reforçada pela presença de um círculo vicioso, que não incentiva as empresas a adotarem melhores práticas de governança nem os investidores a aplicarem recursos nas companhias. Este círculo vicioso da governança corporativa no Brasil pode ser resumido na figura abaixo:

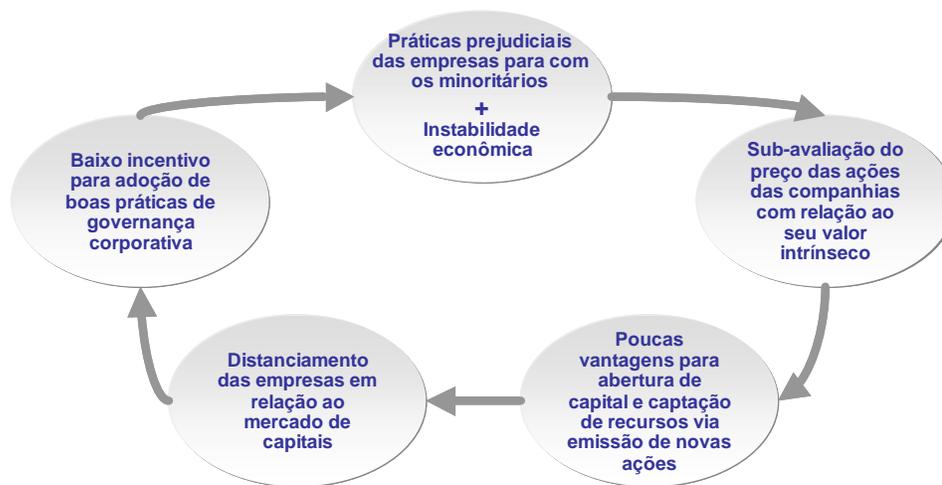


Figura 12 – Círculo vicioso da governança corporativa no Brasil.

Fonte: Silveira, A. M., "Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil", Dissertação de Mestrado defendida na FEA/USP, São Paulo, Outubro de 2002, pág. 39.

Mudanças ocorridas nos anos noventa, como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica e da abertura de mercado, têm levado as empresas brasileiras a uma necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais. Além dos incentivos de mercado decorrentes do aumento da competitividade, importantes iniciativas institucionais e governamentais, de adequação e financiamento¹⁹, também vêm contribuindo para incentivar o aprimoramento das práticas de governança pelas empresas brasileiras, entre as quais:

Iniciativas de adequação:

- aprovação da Lei nº 10.303 / 2001, conhecida como a Nova Lei das SAs;
- criação dos códigos de governança corporativa do IBGC e da CVM;
- criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa.

Iniciativas de financiamento:

- estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) para definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão²⁰;

¹⁹ As iniciativas de adequação visam definir melhores práticas de governança a serem seguidas pelas empresas, enquanto as iniciativas de financiamento visam garantir privilégios de acesso ao capital de longo prazo para empresas com melhores práticas de governança.

²⁰ Resolução 3121, de 25 de setembro de 2003, editada pelo conselho Monetário Nacional (CMN).

- definição, pelo BNDES, da adoção de práticas de boa governança corporativa como um dos requisitos preferenciais para a concessão de financiamentos, formalizado no seu “Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa”;
- inserção, no plano diretor do mercado de capitais, da adoção de normas de governança pelos agentes do mercado e indicação para inclusão do tema na avaliação das companhias;
- discussão do projeto de lei do FGTS (PLS 247 de 06/11/02), que prevê o direcionamento de 1% do FGTS para a compra de ações ordinárias de empresas listadas no Novo Mercado ou para compra de papéis preferenciais resgatáveis de companhias do Nível 2 da Bovespa.

2.4.3 Iniciativas de Adequação no Brasil

Nova Lei das SAs

A Nova Lei das SAs, promulgada no final de 2001 e com vigência a partir de março de 2002, visa, por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as Sociedades Anônimas, promover maior proteção aos acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas. Entre as principais alterações, estão:

- a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- a obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, assegurando a estes minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle (*tag along* para ordinaristas);
- o direito de os preferencialistas elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social da companhia;

- a limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, ao invés dos 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- a possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

Código de governança do IBGC

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) foi fundado em novembro de 1995 com o objetivo de melhorar a governança corporativa no Brasil, sendo a primeira organização da América Latina totalmente focada na discussão sobre o tema. Em 1999 o IBGC lançou o primeiro código de governança corporativa do país, abordando temas como o relacionamento entre controladores e minoritários e diretrizes para o funcionamento do conselho de administração. O código foi revisado duas vezes, com versão mais recente do início de 2004, sendo dividido em seis temas: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho Fiscal e conduta/conflicto de interesses.

Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa

A criação dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) em 2001 visa a destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de governança corporativa, sendo a adesão voluntária, via contrato entre as partes. São três níveis distintos, com um nível de exigência crescente em termos de práticas de governança. As exigências para inserção nos níveis diferenciados de governança da Bovespa são apresentadas na figura abaixo:

Nível de Gov. Corp.		Requisitos para adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa
Novo Mercado	Nível 1	Manutenção de um percentual mínimo de 25% de ações em circulação e Realização de ofertas públicas de ações favorecendo a dispersão do capital
		Divulgação de informações adicionais nas ITRs, DFPs e IANs (DF consolidadas, dem. fluxos de caixa e valores mobiliários detidos pelo grupo de controladores e grupo de administradores)
		Regras de <i>Disclosure</i> em operações envolvendo ativos da companhia e divulgação mensal das negociações com valores mobiliários e derivativos realizadas por controladores ou administradores
		Divulgação de acordo de acionistas, programas de <i>stock options</i> e termos dos contratos firmados com partes relacionadas
		Disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos e realização de ao menos uma reunião pública anual com analistas e investidores
		Obrigações de todos os administradores assinarem o termo de anuência da Bovespa
	Nível 2	Balço anual seguindo as normas do USGAAP ou IAS GAAP
		Adesão às regras de Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários
		Conselho de Administração com no mínimo 5 membros e mandato unificado 1 ano
		Oferta pública de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, em caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro no nível 2
		Direito de voto aos preferencialistas nas seguintes matérias: transformação, incorporação, cisão/fusão, aprovação de contrato com as subsidiárias
		Tag along de 100% aos ordinaristas minoritários e de 70% do valor para os preferencialistas
		Emissão apenas de ações ordinárias e/ou conversão das ações preferenciais em ordinárias (proibição de ações preferenciais)

Figura 13 – Exigências para Níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

Fonte: *website* Bovespa – www.bovespa.com.br <em 25/09/04>

Em relação à adesão das empresas aos níveis de governança da Bovespa, o quadro a seguir mostra as empresas listadas até o final de setembro de 2004. Observa-se que a maioria das empresas listou-se no Nível 1 de governança corporativa (trinta e uma empresas), com apenas cinco companhias listadas no Nível 2 e três companhias listadas no Novo Mercado.

Nível de Gov. Corp.		Companhias Listadas	
Novo Mercado	Nível 1	- Aracruz	- Klabin
		- Banco Itaú	- Mangels
		- Bradesco	- Perdigão
		- Bradespar	- Randon Participações
		- Brasil Telecom Participações	- Ripasa
		- Brasil Telecom	- Rossi
	- Braskem	- Sadia	
	- CBD – Pão de Açúcar	- São Paulo Alpargatas	
	- Cemig	- Suzano	
	- Cia Fiação Cedro	- Cia Transporte Energia Elétrica Paulista	
	- Confab	- Unibanco	
	- CVRD	- Unibanco Holding	
	- Gerdau	- VCP – Votorantim	
- Gerdau Metalúrgica	- Vigor		
- Hering	- WEG		
Nível 2	- Net	- Marcopolo	
	- Celesc	- ALL logística	
		- Gol linhas aéreas	
	- CCR Rodovias	- Natura	
	- Sabesp		

Figura 14 – Empresas listadas nos Níveis de Governança da Bovespa.

Fonte: *website* Bovespa – www.bovespa.com.br <em 25/09/04>

É importante ressaltar que o Nível 1 trata bem mais de exigências de liquidez das ações e divulgação de informações do que de governança corporativa propriamente dita, já

que não exige mudanças estruturais das companhias no tratamento com seus acionistas minoritários. O Nível 2 de governança, ao exigir entre outras coisas a adesão da empresa à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários e o estabelecimento do *tag along*²¹ de 100% para os ordinaristas e de 70% para os preferencialistas, constitui um real avanço das práticas de governança corporativa das empresas.

2.4.4 Iniciativas de Financiamento no Brasil

As iniciativas de adequação são muito importantes, mas são as iniciativas de financiamento que podem ser decisivas para que as empresas efetivamente mudem suas práticas de governança corporativa. De forma objetiva, os controladores enfrentam a seguinte decisão: manterem seus benefícios privados do controle com as práticas atuais de governança ou melhorarem as práticas de governança de suas empresas, comprometendo-se a reduzir seus benefícios privados do controle (devido ao aumento da transparência e participação dos minoritários) em troca de um possível aumento do acesso ao capital, que, em tese, reduziria o custo de captação e proporcionaria uma valorização das suas ações. Na dúvida, o resultado é que poucas empresas têm decidido aprimorar efetivamente suas práticas de governança, conforme evidenciado pela presença de uma quantidade pequena de empresas que aderiram ao Nível 2 ou Novo Mercado, instituídos há três anos pela Bovespa.

Limites de investimento dos fundos de pensão com base na governança corporativa

Os limites de investimento para os fundos de pensão, segundo a resolução 3.121 do CMN, permitem aos fundos investirem uma parte maior das suas carteiras em empresas participantes dos níveis diferenciados de governança da Bovespa, conforme o quadro a seguir:

²¹ O *tag along* consiste no direito de o acionista minoritário receber, no mínimo, um determinado

Selo de governança	Tipo de Fundo de Pensão	BD / CD
Novo Mercado ou Nível 2 de Governança Corporativa		50%
Nível 1 de Governança Corporativa		45%
Mercado Atual		35%

Figura 15 – Limites de investimento para fundos de pensão segundo a resolução 3121 do CMN
Fonte: Resolução 3.121 (25/setembro/2003), editada pelo conselho Monetário Nacional (CMN)

A medida é importante por permitir aos fundos investirem uma proporção maior das suas carteiras em empresas com boa governança. Entretanto, essa medida possui pouco efeito prático no curto prazo, já que as altas taxas de juros fazem com que cerca de 59% (R\$ 121 bilhões) dos recursos dos fundos de pensão brasileiros estejam alocados em títulos públicos e renda fixa (Figura 9). Como comparação, 68% (US\$ 104 bilhões) dos recursos do fundo de pensão norte-americano Calpers estão alocados em ações e *private equity* (Figura 7).

Incentivos do BNDES

O Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa do BNDES visa a fomentar a adoção de melhores práticas de governança no Brasil, oferecendo condições diferenciadas às empresas que aderirem a um dos quatro pacotes do programa. Os pacotes são denominados: Bronze, Prata, Ouro e Platina. Os benefícios para as empresas que aderirem ao programa incluem a redução na taxa de juros, o aumento do nível de participação do banco e o alongamento do prazo de financiamento, conforme o quadro a seguir:

Benefícios Gerais:

Custo Financ. = TJLP + Spread Básico + Spread de Risco - Bônus

% Participação BNDES nos Projetos = % Partic. Normal + % Bônus

Prazo Amortização Financiamento = Prazo Normal + Bônus

PACOTE	Bônus Prazo Amortiz.	Bônus Aumento % BNDES	Bônus Redução Juros
PACOTE PLATINA	3 Anos	25%	0,75%
PACOTE OURO	3 Anos	25%	0,50%
PACOTE PRATA	2 Anos	20%	-
PACOTE BRONZE	1 Ano	10%	-

Figura 16 – Benefícios propostos pelo programa de governança corporativa do BNDES.
Fonte: *website* BNDES – www.bndes.gov.br/noticias/not566.asp <acesso em 16/09/04>

percentual estabelecido do valor pago pelas ações dos controladores em caso de alienação do bloco de controle.

Apesar de lançado formalmente em dezembro de 2002, até outubro de 2004 o programa ainda não havia sido implementado, tendo inclusive sido retirada a página específica dedicada ao programa no *website* da instituição. Convém ressaltar que o BNDES, principal fornecedor de recursos de longo prazo do país, pode influenciar a questão da governança corporativa de maneira positiva ou negativa. Se o banco fornecer recursos de longo prazo sem exigir que as empresas adotem melhores práticas de governança corporativa, as mesmas terão poucos incentivos para mudarem seus modelos de governança e acessarem o mercado de capitais. Como consequência, a hipótese de La Porta *et al.* (1998) de que as empresas somente conseguirão recursos externos para empreenderem seus projetos caso se comprometam a diminuir seus benefícios privados do controle oferecendo maior proteção aos seus investidores simplesmente não será verdadeira. Por outro lado, se o banco passar a exigir contra-partidas na forma de melhores práticas de governança para liberação de recursos, pode ser um grande propulsor do movimento em torno do tema.

Projeto de lei do FGTS

O projeto de lei do FGTS (PLS 247 de 06/11/02) prevê o direcionamento de 1% do FGTS (dos 8% depositados mensalmente pelo empregador) para a compra de ações ordinárias de empresas listadas no Novo Mercado, ou para a compra de papéis preferenciais resgatáveis de companhias do Nível 2 da Bovespa (com garantia de remuneração mínima ao trabalhador de TR mais 3% ao ano). Essa iniciativa, caso aprovada sem grandes alterações, poderia canalizar muitos recursos para as empresas listadas nesses níveis diferenciados de governança, causando um grande incentivo para o aprimoramento das práticas de governança corporativa no país. Entretanto, em outubro de 2004, após quase dois anos de protocolo do

projeto, o projeto de Lei do FGTS encontrava-se aguardando designação de relator²², sem uma perspectiva clara de aprovação ou novos desdobramentos no curto prazo.

Plano Diretor do Mercado de Capitais

O Plano Diretor do Mercado de Capitais aprovado em 2002 possui uma série de ações específicas destinadas a fomentar melhores práticas de governança, como o estabelecimento de normas e regulamentos para bancos oficiais favorecerem empréstimos para empresas com padrões de governança do Novo Mercado, a recomendação aos analistas para incorporarem a análise da governança corporativa em suas recomendações de investimento e o estímulo para as empresas desenvolverem seus próprios códigos de governança corporativa. Entretanto, em outubro de 2004, o Plano se encontrava distante de sua implementação, mesmo tendo obtido o apoio formal de todos os candidatos à presidência antes das eleições.

2.4.5 Círculo Virtuoso Proposto para a Governança Corporativa no Brasil

O conjunto das iniciativas governamentais e institucionais apresentado visa a criar um círculo virtuoso da governança corporativa no Brasil, no qual a crescente proteção aos investidores deixe-os mais seguros de que irão usufruir o retorno das companhias na mesma proporção que os controladores, aumentando sua disposição para pagar mais pelas ações e diminuindo o custo de capital das empresas. Isso permitirá, conseqüentemente, que as empresas utilizem cada vez mais o mercado de capitais como uma real alternativa de capitalização. Este círculo virtuoso proposto para a governança corporativa no Brasil é apresentado a seguir:

²² Conforme informações obtidas no *website* do Senado Federal: <http://legis.senado.gov.br/pls/prodasen>.

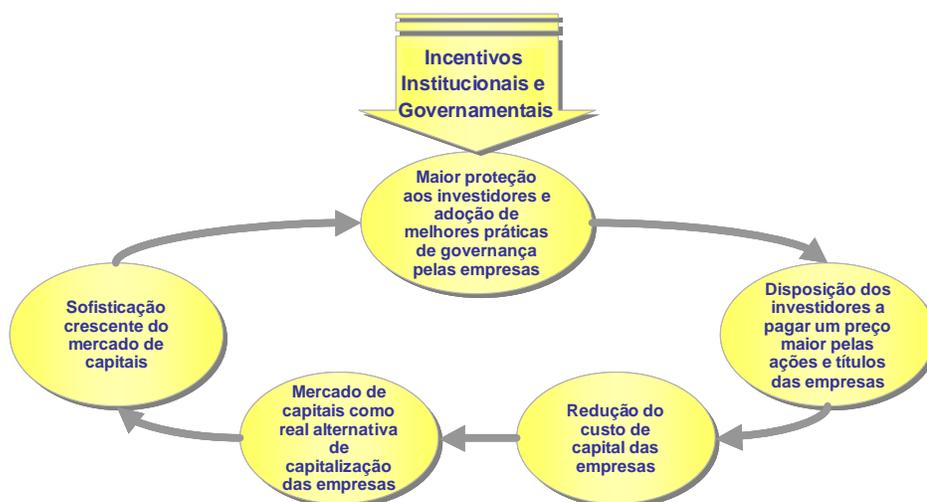


Figura 17 – Círculo virtuoso proposto para a governança corporativa no Brasil.
Fonte: Silveira, A. M., "Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil",
Dissertação de Mestrado defendida na FEA/USP, São Paulo, Outubro de 2002, pág. 40.

O sucesso na criação de um círculo virtuoso para a governança corporativa no Brasil é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, que, por sua vez, é crucial para o crescimento e competitividade internacional das companhias brasileiras. Como o desenvolvimento econômico do país depende da competitividade das suas empresas, o aprimoramento das práticas de governança corporativa deve ser visto como tema obrigatório entre as políticas governamentais.

2.5 Evidências da Relação entre Mecanismos de Governança e Desempenho

As pesquisas na busca de evidências da relação entre mecanismos de governança e desempenho podem ser classificadas de acordo com a abordagem econométrica empregada.

Bøhren e Ødegaard (2003, p. 8) propõem uma classificação, apresentada na tabela a seguir:

Mecanismos de governança	Relação de causalidade	
	Sentido Único	Sentido Duplo
Exógenos	1	3
Endógenos	2	4

Quadro 1 – Abordagens econométricas das pesquisas sobre governança corporativa
Fonte: Bøhren, Ø., Ødegaard, B., "Governance and Performance Revisited", ECGI working paper series in finance, n. 28/2003, September, 2003.

Segundo Bøhren e Ødegaard (2003), a quase totalidade dos estudos sobre governança corporativa pertence à célula 1, empregando uma abordagem econométrica que assume três premissas: os mecanismos de governança são variáveis exógenas; a causalidade apresenta um sentido único da governança corporativa para o desempenho; as regressões são rodadas por meio de equações isoladas utilizando um ou alguns dos mecanismos de governança. Entre os mecanismos de governança mais testados contra as variáveis de desempenho, destacam-se mecanismos internos como a concentração da propriedade, a estrutura do conselho e a forma de remuneração dos executivos, e mecanismos externos, como o mercado de controle corporativo, o nível de endividamento e a presença de investidores institucionais.

Segundo Bøhren e Ødegaard (2003), alguns estudos, como o de Himmelberg *et al.* (1999), se aproximam da abordagem apresentada na célula 2. Nesse estudo, os autores analisam a relação de causalidade em um sentido único, indo da estrutura de propriedade para o desempenho, de forma similar aos estudos pertencentes à célula 1. Entretanto, como Himmelberg *et al.* (1999) argumentam que a concentração da propriedade é determinada pelo ambiente contratual onde a empresa está inserida, os autores tratam a concentração da propriedade como uma variável endógena, analisando seus possíveis determinantes por meio de técnicas de dados em painel que levam em conta os efeitos fixos das companhias (características das empresas não observáveis que não variam ao longo do período de análise). Em relação à célula 3, Bøhren e Ødegaard (2003, p. 9) afirmam que tais estudos são inviáveis, já que não é possível modelar uma relação de causalidade em sentido duplo sem considerar ao menos um mecanismo de governança como endógeno em relação ao desempenho.

Por fim, a célula 4 corresponde às pesquisas que estimam os coeficientes dos mecanismos de governança corporativa e das variáveis de desempenho por meio de sistemas de equações simultâneas, como os trabalhos de Agrawal e Knoeber (1996), Barnhart e Rosenstein (1998), Cho (1998) e Demsetz e Villalonga (2001). Nesses estudos, descritos a

seguir, observa-se que a maioria dos resultados significantes estatisticamente entre mecanismos de governança e desempenho desaparece.

Como existe uma razoável probabilidade de ocorrência dos problemas econométricos de causalidade reversa e endogeneidade²³ nos estudos sobre governança corporativa, tem-se um ponto a favor da adoção da abordagem da célula 4, que lida com esses problemas. Entretanto, segundo Bøhren e Ødegaard (2003, p. 9), a implementação correta desses métodos depende de a teoria oferecer restrições adequadas e embasadas conceitualmente para os sistemas de equações. Segundo os autores, a literatura teórica sobre governança corporativa ainda não estabeleceu como os mecanismos de governança interagem, quais variáveis exógenas (não relacionadas à governança) direcionam a causalidade nos dois sentidos e qual a natureza do equilíbrio entre as variáveis para uma combinação ótima dos mecanismos de governança. Em resumo, uma questão chave ainda não resolvida, dada a ausência de uma teoria sobre governança corporativa, é se os resultados utilizando a abordagem da célula 4 fornecem evidências mais confiáveis sobre a relação entre mecanismos de governança e desempenho do que os estudos utilizando a abordagem mais simples e tradicional da célula 1.

Existe uma miríade de estudos buscando relacionar mecanismos de governança e desempenho. Na seqüência, são apresentados resultados de estudos considerados mais compatíveis com a metodologia empregada na presente pesquisa. Resumos das principais pesquisas empíricas sobre a relação entre governança corporativa e desempenho podem ser encontrados em Leal (2004b, 2004c), Bhagat e Jefferis (2003) e Denis e McConnell (2003).

2.5.1 Estrutura de propriedade e desempenho

A relação entre concentração da estrutura de propriedade e desempenho foi pioneiramente abordada por Berle e Means (1932), que sugeriram, em virtude da separação

²³ Os problemas de causalidade reversa e endogeneidade são discutidos na seção 3.6.1.

entre propriedade e controle observada nas grandes corporações norte-americanas, uma relação inversa entre a pulverização da concentração das ações e o desempenho corporativo. Décadas mais tarde, a relação entre estrutura de propriedade e desempenho foi formalizada por meio de modelos teóricos nos estudos de Jensen e Meckling (1976) e Stulz (1988). Em ambos os trabalhos, os autores argumentavam que a estrutura de propriedade influencia o desempenho corporativo. Os primeiros estudos empíricos na área buscavam testar tal hipótese, avaliando o impacto da concentração da estrutura de propriedade sobre o desempenho por meio de regressões com equações isoladas, nas quais as variáveis de estrutura de propriedade atuavam como variáveis independentes. Entre os principais estudos empíricos pioneiros, destacam-se os de Morck *et al.* (1988), McConnel e Servaes (1990) e Hermalin e Weisbach (1991). Esses estudos encontraram uma relação significativa não monotônica entre a estrutura de propriedade e o valor da empresa, sendo interpretados como resultados consistentes com as hipóteses teóricas de Jensen e Meckling (1976) e Stulz (1988). Estudos mais recentes²⁴, entretanto, ao utilizarem técnicas econométricas mais sofisticadas nas quais as variáveis de estrutura de propriedade são tratadas como variáveis endógenas ao invés de exógenas, não têm corroborado a idéia de que a estrutura de propriedade é uma variável exógena e que a mesma influencia o desempenho corporativo.

Cho (1998) examina a relação entre estrutura de propriedade, investimentos e valor da empresa no mercado norte-americano. Segundo o autor, o senso comum indica que a estrutura de propriedade deve influenciar as decisões sobre os investimentos corporativos, o que, por sua vez, deve influenciar o valor da empresa. Inicialmente, o autor testa essa hipótese por meio de regressões isoladas utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Os resultados iniciais sugerem um impacto significativo da concentração da estrutura de

²⁴ É importante destacar que esses estudos mais recentes partem da hipótese lançada por Demsetz e Lehn (1985) de que a estrutura de propriedade é determinada de forma endógena em uma situação de equilíbrio.

propriedade, utilizada como variável independente, sobre os investimentos corporativos (aproximados pelos investimentos de capital e investimentos em P&D). Desta forma, os resultados iniciais da pesquisa corroboram a idéia de que a estrutura de propriedade influencia o valor da empresa. Na seqüência, o autor realiza regressões por meio de equações simultâneas, tratando a variável de estrutura de propriedade como uma variável endógena, ao invés de exógena. Os resultados utilizando este procedimento econométrico sugerem que, na realidade, as relações ocorrem no sentido exatamente oposto. Especificamente, segundo Cho (1998), são os investimentos que influenciam o valor da empresa, e é o valor da empresa, por seu turno, que influencia a estrutura de propriedade. Desta forma, o autor apresenta evidências empíricas de que a estrutura de propriedade provavelmente não é uma variável exógena, questionando os estudos anteriores que a tratavam como tal e que buscavam avaliar seu impacto direto sobre o desempenho corporativo.

Himmelberg *et al.* (1999) analisam os determinantes da concentração da propriedade em nível corporativo e a relação entre estrutura de propriedade e desempenho no mercado norte-americano. O estudo segue a linha de pesquisa iniciada por Demsetz e Lehn (1985), que visavam encontrar evidências de que a concentração das ações em posse dos gestores é determinada de forma endógena a partir de outras variáveis corporativas, como o tamanho da empresa, seu potencial de controle e setor de atuação. Além de acrescentar outras possíveis variáveis explicativas da concentração da propriedade, como a intensidade de capital, a intensidade de P&D, o fluxo de caixa livre e a taxa de investimentos, Himmelberg *et al.* (1999) utilizaram técnicas de dados em painel pelo procedimento de efeitos fixos, de forma a isolar características não observáveis das companhias que não variaram ao longo do período de análise. Como principal conclusão do trabalho, os autores afirmam que a concentração das ações em posse dos gestores e o desempenho corporativo são determinados de forma endógena por características do ambiente contratual observáveis apenas parcialmente.

Especificamente, os autores encontram evidências de que a concentração da propriedade em posse dos gestores é explicada por variáveis-chave ligadas às características das companhias, e que o sentido das relações ocorre de forma consistente com o previsto pelos modelos baseados na teoria de agência. Finalmente, após controlar pelas características observáveis das empresas e por suas características não observáveis que não variaram no período, os autores concluem que a estrutura de propriedade não influencia o desempenho corporativo.

Demsetz e Villalonga (2001) investigam a relação entre estrutura de propriedade e desempenho. Os autores consideram que seu trabalho possui duas contribuições originais. Em primeiro lugar, a concentração da estrutura de propriedade é tratada como uma variável endógena, por meio de um sistema com duas equações simultâneas. Além disso, os autores argumentam que, enquanto a quase totalidade dos estudos anteriores utiliza a concentração das ações em posse dos gestores como única aproximação para a estrutura de propriedade, eles utilizam separadamente duas variáveis – a concentração das ações em posse dos cinco maiores acionistas externos e as ações em posse dos gestores – como medidas de estrutura de propriedade. Inicialmente, os autores realizam regressões isoladas utilizando MQO, nas quais as variáveis de estrutura de propriedade atuavam como variáveis independentes. Os resultados desta primeira abordagem indicaram uma influência significativa de ambas variáveis de estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo, de maneira coerente com os resultados de estudos anteriores, como os de Morck *et al.* (1998) e de McConnel e Servaes (1990). Na seqüência, os autores realizaram testes utilizando um sistema com duas equações simultâneas por meio do procedimento 2SLS. Os resultados obtidos por esta abordagem indicaram uma ausência de significância estatística da influência das variáveis de estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo. Segundo Demsetz e Villalonga (2001, p. 226), esses resultados lançam dúvidas sobre os resultados obtidos inicialmente por MQO, corroborando a hipótese de que a estrutura de propriedade é uma variável endógena sem

influência significativa sobre o desempenho corporativo. Os autores argumentam ainda que esses resultados são consistentes com a hipótese de que a estrutura de propriedade é escolhida de forma a maximizar o desempenho da empresa, e que a presença de uma estrutura de propriedade mais pulverizada, apesar de tornar os conflitos de agência mais severos, pode levar a outras vantagens compensatórias.

2.5.2 Presença de grandes acionistas controladores e desempenho

A presença de grandes acionistas controladores possui efeitos positivos e negativos esperados para as companhias. O principal efeito positivo dos acionistas controladores é o chamado efeito-incentivo, descrito por Claessens *et al.* (2002, p. 2741), já que, por terem muitos recursos investidos na companhia, os grandes acionistas possuem maior incentivo para coletar informações e monitorar os gestores. Este efeito está associado ao direito sobre o fluxo de caixa da companhia, e se baseia na hipótese de que, *ceteris paribus*, quanto maior a participação do acionista controlador no capital total da empresa, maior o interesse pela maximização do valor corporativo. Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 754), os grandes acionistas podem, em tese, contornar o problema de agência, pois possuem tanto o interesse na maximização do valor quanto o poder suficiente para terem seus interesses respeitados. Shleifer e Vishny (1986, p. 465) desenvolvem um modelo no qual a presença de grandes acionistas fornece uma solução parcial para os problemas de monitoramento dos gestores, possibilitando um aumento do valor da empresa por meio da mudança da política corporativa.

Entretanto, a concentração das ações em grandes acionistas também possui efeitos negativos esperados, acarretando custos para as empresas. O principal efeito negativo esperado é o chamado efeito-entrenchamento, que ocorre quando, a partir de uma certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do

controle às custas dos demais investidores²⁵. Segundo Bebchuk (1999, p. 30) os benefícios privados do controle consistem na utilização, pelos acionistas controladores, do seu direito de controle (direito de voto) para perseguirem objetivos que os beneficiam ao invés de beneficiarem a todos os acionistas, gerando aos controladores um ganho extra além do que seria justo pela sua fatia da propriedade. O efeito-entrenchamento, portanto, se baseia na hipótese de que, *ceteris paribus*, quanto maior o direito de controle (direito de voto) do acionista controlador, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas. Outro custo importante dos grandes acionistas, descrito por Demsetz e Lehn (1985) *apud* Shleifer e Vishny (1997, p. 758), é que os grandes acionistas não são diversificados, carregando, portanto, um risco excessivo. Sob esta ótica, como o acionista possui grande parte da sua carteira investida na empresa, ele tende a minimizar seu risco por meio da diversificação excessiva da empresa ou pelo excesso de conservadorismo nos projetos empreendidos. De forma geral, os custos potenciais de se ter grandes acionistas são a expropriação direta sobre os outros investidores e a expropriação pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor.

Claessens *et al.* (2002), analisam a influência da separação entre direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa sobre o desempenho corporativo em países do leste asiático, visando a captar o efeito-incentivo e o efeito-entrenchamento associado aos grandes acionistas. Com base em uma amostra de 1.301 empresas, os autores encontram evidências de uma relação negativa entre o valor da empresa e a diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador, corroborando as hipóteses subjacentes ao efeito-incentivo e ao efeito-entrenchamento.

²⁵ O efeito-entrenchamento foi originalmente formulado por Stulz (1988), que elaborou um modelo para avaliar a relação entre propriedade dos executivos e valor corporativo.

Füerst e Kang (2000, p.2), realizam um teste no intuito de avaliar se a presença de grandes acionistas promove tanto uma maior criação de riqueza, indicada por um melhor desempenho, quanto a distribuição desta riqueza, indicada pelo preço das ações. O resultado do teste de Füerst e Kang (2000, p.22) é que os grandes acionistas possuem um impacto positivo no desempenho da empresa, porém possuem um efeito adverso nos preços das ações.

No intuito de avaliar a relação entre valor da empresa e estrutura de propriedade e controle no contexto brasileiro, Silveira *et al.* (2005b) constatam, em linhas gerais, uma relação negativa não significativa estatisticamente entre a diferença do direito de controle e do direito sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores e o valor de mercado das companhias, sugerindo que as empresas com maior disparidade entre poder para tomada de decisão e participação no capital total tendem a apresentar menor valor de mercado. Os resultados do estudo, apesar de não conclusivos, apontam no sentido de que a adoção da regra de uma ação - um voto pode contribuir para maximização do valor da empresa.

2.5.3 Conselho de administração e desempenho

O conselho de administração tem um papel fundamental na governança corporativa, sendo considerado o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários. Um resumo das principais pesquisas empíricas sobre o tema pode ser encontrado em Silveira (2002). A seguir, são apresentados dois estudos que utilizam a abordagem de equações simultâneas (empregada na presente pesquisa) com variáveis relativas ao conselho de administração.

Barnhart e Rosenstein (1998) investigam a sensibilidade dos resultados das pesquisas sobre governança corporativa à aplicação da abordagem de equações simultâneas. Especificamente, os autores modelam a relação entre composição do conselho de administração, concentração das ações em posse dos gestores e desempenho corporativo (aproximado pelo Q de Tobin) por meio de um sistema com três equações simultâneas,

utilizando a técnica de variáveis instrumentais. Como resultado, os autores obtêm evidências de que os mecanismos de governança e o desempenho corporativo são determinados conjuntamente, corroborando a hipótese de que os mecanismos de governança são variáveis endógenas e são substitutos (ao menos parcialmente) entre si. Entretanto, os resultados se mostraram extremamente sensíveis à especificação do modelo e dos instrumentos. Como a literatura econométrica afirma que qualquer erro de especificação em uma das equações do sistema pode resultar em sérios vieses em todas as equações, Barnhart e Rosenstein (1998, p. 14) acreditam que os resultados utilizando equações simultâneas devem, portanto, ser interpretados com cautela e que os resultados utilizando regressões isoladas por MQO não devem ser automaticamente rejeitados, haja vista a grande sensibilidade dos resultados aos modelos empíricos testados e a ausência, até o presente momento, de um modelo formal que especifique a estrutura dos relacionamentos.

Agrawal e Knoeber (1996) examinam o inter-relacionamento entre sete mecanismos de governança por meio de um sistema com sete equações simultâneas. Os mecanismos de governança utilizados no estudo são relativos à estrutura de propriedade (posse de ações por parte dos gestores, investidores institucionais e grandes acionistas), composição do conselho de administração, estrutura de capital, mercado de trabalho dos gestores e mercado de aquisições hostis. Inicialmente, os autores utilizaram o método de MQO para estimar separadamente os coeficientes das variáveis de cada uma das equações construídas. Os resultados desta abordagem inicial, de regressão múltipla do tipo seção-cruzada com equações isoladas, indicaram uma significância estatística entre quatro mecanismos de governança (posse de ações pelos gestores, proporção de membros externos no conselho, nível de endividamento e atividade de aquisições hostis) e as variáveis de desempenho. Na seqüência, os autores realizaram testes estimando os coeficientes de todas as sete equações simultaneamente por meio do procedimento de 2SLS. Os resultados obtidos com a abordagem

de equações simultâneas se mostraram bem diferentes dos obtidos inicialmente, com desaparecimento da significância estatística de praticamente todos os mecanismos de governança, com exceção da proporção de membros externos no conselho (que continuou apresentando uma correlação negativa significativa com o desempenho). Agrawal e Knoeber (1996, p. 394) afirmam que os resultados fornecem evidências da interdependência e interação entre os mecanismos de governança. Segundo os autores, com exceção da composição do conselho, os resultados são consistentes com a utilização de cada mecanismo de governança no nível ótimo (situação de equilíbrio na utilização dos mecanismos).

2.5.4 Qualidade da governança corporativa e desempenho

O objetivo maior dos estudos sobre governança corporativa é verificar se a qualidade da governança é relevante para o desempenho corporativo. Como forma de obter uma aproximação mais adequada para a qualidade da governança corporativa, recentes estudos têm construído índices de governança corporativa amplos que resumem em uma única medida informações relativas a diversos mecanismos e práticas de governança.

Black (2001) avalia a hipótese de que o comportamento das práticas de governança afeta o valor de mercado das empresas na Rússia. Como aproximação para a qualidade da governança corporativa, os autores utilizaram um *ranking* de governança criado pelo banco de investimento *Brunswick Warburg*, que atribuiu uma pontuação de 0 a 60 pontos, com índices maiores indicando maior risco de governança corporativa. O índice de risco de governança foi construído com base em sete dimensões: transparência, diluição pela emissão de ações, preços de transferências, diluição por fusão ou reestruturação, risco de falência, limite à posse de ações por estrangeiros, atitude dos gestores em relação aos acionistas e risco com afiliadas. Black (2001) argumenta que o *raking* foi criado com base em questões objetivas, sem qualquer relação direta ou indireta com o valor de mercado das empresas. Como aproximação para o valor das empresas, o autor utilizou uma variável denominada “proporção de valor”,

que consistiu da divisão do valor de mercado real das companhias russas pelo valor de mercado potencial observado por empresas similares localizadas no ocidente (estimado com base em múltiplos dos ativos, capacidade e receita). Os resultados da pesquisa indicaram uma forte relação positiva entre qualidade da governança corporativa e valor de mercado das empresas, sugerindo que o comportamento da empresa em termos de práticas de governança pode ter um efeito enorme sobre seu valor de mercado, principalmente em um país onde a proteção ao investidor é fraca. Como exemplo, os resultados indicaram que, caso a empresa com pior índice de governança aprimorasse suas práticas de forma a alcançar o índice da empresa mais bem avaliada no *ranking*, ela poderia se beneficiar de um aumento de 600 vezes do seu valor de mercado. O próprio autor ressalta, entretanto, que seus resultados são seriamente limitados pela pequena amostra (dezesseis empresas), pela fonte dos dados (dois bancos de investimento) e pela ausência de variáveis de controle.

Klapper e Love (2002) avaliam a diferença na qualidade da governança corporativa das empresas de quatorze países emergentes utilizando como base um índice de governança corporativa criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA). As autoras constatarem haver uma grande variação na qualidade da governança corporativa das empresas dos países analisados, com a qualidade média da governança corporativa se mostrando superior nas empresas situadas em países com sistemas legais considerados mais eficientes. Na sequência, as autoras procuram entender os possíveis determinantes da qualidade da governança corporativa, isto é, as variáveis que influenciariam de forma significativa o nível de governança corporativa apresentado pelas empresas. Especificamente, as autoras testam se a composição dos ativos da empresa (tangibilidade das operações), as oportunidades de crescimento, o tamanho e a emissão de ADRs influenciam a qualidade da governança das companhias. As autoras encontram relações significantes para três das quatro variáveis, com as empresas com maior proporção de intangíveis, maiores oportunidades de crescimento e

emissoras de ADRs apresentando, em média, melhor qualidade de governança. Posteriormente, Klapper e Love (2002) avaliam a relação entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho das empresas, encontrando uma alta correlação positiva entre qualidade da governança corporativa e desempenho operacional (aproximado pelo ROA) e valor de mercado (aproximado pelo Q de Tobin) das companhias. Como os resultados foram obtidos por meio do método dos mínimos quadrados para um período de um ano, as autoras alertam para o possível problema de endogeneidade na relação entre as variáveis, evitando concluir sobre qualquer relação de causalidade da qualidade da governança sobre o desempenho das empresas. Por fim, as autoras investigam a influência da interação entre a qualidade da governança e a proteção legal aos investidores sobre o desempenho corporativo, obtendo evidências de que melhores práticas de governança são relativamente mais importantes para as empresas situadas em ambientes com fraca proteção legal aos investidores. Os resultados sugerem que as empresas podem compensar, ao menos parcialmente, o ambiente insatisfatório de proteção legal onde estão inseridas por meio de arranjos contratuais privados e adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Bøhren e Ødegaard (2003) analisam a relação entre governança corporativa e desempenho na Noruega. Como aproximação para governança corporativa, os autores utilizaram diversos mecanismos de governança, entre os quais a estrutura de propriedade, o tipo de acionista controlador, as características do conselho de administração e as características dos títulos emitidos pelas empresas. Como aproximação para o desempenho, os autores utilizaram métricas de valor de mercado (Q de Tobin) e métricas contábeis (retorno sobre os ativos e retorno sobre vendas). Inicialmente, os autores realizaram regressões isoladas com os mecanismos de governança atuando como variáveis independentes. Os resultados da primeira parte do estudo mostraram evidências de que os mecanismos de governança são significantes para o desempenho das empresas analisadas, principalmente a

concentração das ações em posse dos gestores, o tamanho do conselho, a alavancagem financeira, a taxa de dividendo e a proporção de ações sem direito a voto em relação às ações com direito a voto. Na seqüência, os autores utilizaram a abordagem de equações simultâneas. Os resultados utilizando esta abordagem mostraram uma ausência de significância ou inversão de sinais nas relações entre os mecanismos de governança e as variáveis de desempenho. Segundo os autores, a mudança de resultados após a aplicação de equações simultâneas poderia aparentemente indicar que os sistemas de governança específicos das empresas analisadas são ótimos e os mecanismos complementares, sem relevância de um determinado mecanismo sobre o desempenho. Entretanto, os autores acreditam que a mudança de resultados se deve bem mais à dificuldade metodológica de utilizar um sistema de equações simultâneas decorrente de teorias ainda subdesenvolvidas na explicação sobre como governança corporativa e desempenho interagem. Como resultado, Bøhren e Ødegaard (2003, p.3) acreditam que, até a teoria de governança conseguir lidar não apenas com cada mecanismo separadamente, mas também com sua natureza endógena, os modelos de equações simultâneas podem se mostrar inferiores aos modelos de equações isoladas.

Black, Jang e Kim (2003) reportam evidências de que a governança corporativa é um fator importante na predição do valor de mercado das empresas na Coréia do Sul. Os autores construíram um índice de governança amplo a partir de questionários respondidos por 525 empresas sul coreanas. O índice foi composto apenas por questões objetivas, sendo dividido em cinco sub-índices (direito dos acionistas, estrutura do conselho, procedimentos do conselho, transparência para os investidores e paridade na estrutura de propriedade). Inicialmente, os autores realizaram regressões por MQO com diversas especificações alternativas dos modelos, constatando uma forte associação positiva entre qualidade da governança e desempenho. Reconhecendo a possibilidade de problemas de causalidade reversa e endogeneidade das variáveis de governança, os autores realizaram na seqüência uma

estimação dos coeficientes por meio de uma abordagem de variáveis instrumentais com os procedimentos 2SLS e 3SLS. A grande dificuldade de utilização dessa abordagem reside em encontrar um instrumento adequado para governança corporativa, já que o instrumento precisa ser uma variável exógena (não correlacionada com o termo de erro) e, ao mesmo tempo, fortemente correlacionada com a variável de governança corporativa. Black, Jang e Kim (2003, p. 3) argumentam que a legislação da Coreia do Sul oferece características únicas para construção de um bom instrumento de governança, pois diversas exigências de governança se aplicam apenas para empresas com ativos de no mínimo 2 trilhões de *won*. Desta forma, os autores constroem um instrumento (variável binária de ativos em 2 trilhões) que é, por definição, uma variável exógena determinada pela lei e correlacionada com a qualidade da governança. Os resultados aplicando os procedimentos 2SLS e 3SLS com o instrumento de tamanho da empresa se mostraram consistentes, com a causalidade indo das boas práticas de governança para um maior valor de mercado das companhias, sem evidências de presença de causalidade reversa ou endogeneidade. Segundo os autores, os resultados se mostraram significantes e economicamente importantes em todos os métodos, além de robustos à inclusão de diversas variáveis de controle, medidas alternativas de desempenho e especificações alternativas do índice de governança. Desta forma, Black, Jang e Kim (2003) acreditam oferecem fortes evidências, não disponíveis até então, de que melhores práticas de governança provavelmente causam um maior preço das ações em mercados emergentes.

Bhagat e Jefferis (2003) analisam a eficácia da presença de mecanismos de defesa contra aquisições hostis, bastante comuns no mercado norte-americano. A hipótese básica do estudo era testar o senso comum de que a presença de mecanismos de defesa seria associada com um declínio da atividade de aquisições hostis e com um maior tempo médio dos gestores nos cargos. Apesar do foco do estudo se dar na questão da eficácia da presença de mecanismos de defesa contra aquisições hostis, os autores argumentam que existe uma inter-

relação entre a presença de tais mecanismos, a rotatividade dos gestores, o desempenho corporativo, a estrutura de capital e a estrutura de propriedade. Desta forma, Bhagat e Jefferis (2003, p.3) afirmam que, do ponto de vista econométrico, a maneira correta de estudar esses relacionamentos é por meio de um sistema de equações simultâneas que especifique as relações entre essas variáveis. Como consequência, os autores construíram um sistema com quatro equações simultâneas levando em conta as relações entre desempenho corporativo, estrutura de propriedade, estrutura de capital, mecanismos de defesa contra aquisições hostis e rotatividade dos gestores. Como principal resultado, os autores obtêm evidências de que as medidas anti-aquisições hostis tomadas pelas empresas não são eficazes na prevenção de aquisições hostis ou no aumento do tempo médio dos gestores nos cargos. Segundo os autores, a utilização de um sistema de equações permitiu uma melhor visualização do relacionamento entre as variáveis. Inicialmente obteve-se uma correlação negativa entre a atividade de aquisições hostis e a presença de mecanismos de defesa. Entretanto, após controlar essa relação pelas variáveis de desempenho corporativo utilizando o sistema de equações, observou-se a ineficácia da presença de mecanismos de defesa.

Leal e Carvalhal-da-Silva (2004b) investigam a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor e desempenho das companhias abertas brasileiras por meio da construção de um índice de governança amplo. O índice de governança construído é composto por quinze questões binárias e objetivas, divididas em quatro categorias: transparência, composição e funcionamento do conselho, estrutura de propriedade e controle e direitos dos acionistas. Foram atribuídos pesos iguais às questões, de forma que a pontuação das empresas varia em uma escala de 0 a 15. O índice foi construído com base em dados secundários, possibilitando a elaboração de índices relativos ao período de 1998 a 2002. A análise dos dados indicou que apenas 4% das companhias analisadas apresentaram práticas de governança corporativa consideradas “boas” (definidas como empresas com índice de

governança entre 10 e 15). Os testes da relação entre qualidade da governança corporativa e desempenho foram realizados por meio de análises de dados em painel utilizando os procedimentos de efeitos comuns, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Os resultados mostraram evidências, principalmente pelo procedimento de efeitos comuns, que as empresas com melhores práticas de governança possuem maior valor de mercado (aproximado pelo Q de Tobin) e melhor desempenho operacional (aproximado pelo retorno sobre os ativos).

2.5.5 Discussão sobre a relação entre governança corporativa e desempenho

Além da dificuldade em avaliar a qualidade da governança corporativa das empresas, a mensuração dos reais efeitos da boa governança sobre o desempenho é dificultada pela escassez de teorias quantitativas sobre a firma. O argumento é corroborado por Zingales (2000), que ressalta que o campo das finanças corporativas precisa pensar mais profundamente sobre desenvolver uma “teoria da firma”. Como consequência, os pesquisadores têm feito pouco progresso no desenvolvimento de modelos formais amplamente aceitos para condução de trabalhos estruturais empíricos. Exceções são os trabalhos de Himmelberg, Hubbard e Love (2002) e de Durnev e Kim (2003), que desenvolvem modelos teóricos passíveis de serem testados.

Himmelberg *et al.* (2002) constroem um modelo para investigar o efeito da proteção ao investidor sobre a concentração da estrutura de propriedade e o custo de capital das empresas. No modelo, o custo de os internos (gestores / controladores) desviarem recursos das empresas depende do nível de proteção legal aos investidores e do percentual de ações em posse dos controladores. Quanto mais ações em posse dos internos, mais risco idiossincrático não diversificável os mesmos serão obrigados a carregar em suas carteiras pessoais. O modelo parte do pressuposto que, se o nível de proteção aos investidores fosse perfeito, então os internos escolheriam vender 100% das ações (para diversificar seu risco idiossincrático) e não desviar qualquer recurso da empresa. Por outro lado, quanto pior se mostrasse a proteção ao

investidor, maior seria a concentração das ações em posse dos internos, inclusive como forma de se comprometerem a um menor desvio de recursos. Como uma maior posse de ações pelos internos faz com que os mesmos carreguem maior risco não diversificável, o resultado é que o custo de capital da empresa incluiria um prêmio adicional, devido a este risco idiossincrático, que não existiria em uma situação onde a proteção ao investidor permitisse aos internos diversificarem totalmente suas carteiras. Desta forma, o modelo criado por Himmelberg *et al.* (2002) determina o percentual de ações a serem mantidos em posse dos internos, o custo de capital e o nível de investimento das empresas. O modelo prevê que em países com forte proteção ao investidor, haverá menor concentração das ações em posse dos internos, menor custo de capital e maior taxa de investimento, enquanto a situação deverá ser exatamente oposta em países com baixa proteção ao investidor, nos quais a estrutura de propriedade ótima obrigará os internos a manterem uma alta concentração da propriedade, acarretando maior custo de capital para as empresas e menores taxas de investimento. Utilizando dados de empresas de 38 países, os autores estimam os relacionamentos previstos pelo modelo. Os resultados empíricos confirmam as duas predições básicas do modelo. Em primeiro lugar, quanto mais fraca a proteção ao investidor, maior a concentração de ações em posse dos internos. Em segundo lugar, quanto maior a posse de ações pelos internos, maior o custo de capital, levando a sub-investimentos. A vantagem de condução de testes empíricos com base em um modelo teórico é que, além de haver uma formalização das intuições, podem ser realizadas simulações sobre os comportamentos das variáveis. Como exemplo, o modelo prevê que uma empresa com concentração de equilíbrio da propriedade de 80% (ambiente de fraca proteção legal) irá acumular apenas cerca de metade do capital de uma empresa com concentração de equilíbrio da propriedade de 10% (ambiente de forte proteção legal).

Durnev e Kim (2003) examinam como determinados atributos das empresas influenciam a escolha das práticas de governança e interagem com o ambiente legal onde estão inseridas. Inicialmente, os autores analisam uma base de dados de 859 empresas de 27 países e constatam uma grande variação da qualidade da governança corporativa entre empresas de um mesmo país, com esta variação se mostrando maior na medida em que o ambiente legal se torna menos amigável ao investidor. Em seguida, os autores desenvolvem um modelo teórico de escolha do nível ótimo de desvio de recursos pelo controlador em função do custo de extração de benefícios privados, que deve aumentar na medida em que o ambiente legal se fortalece. Segundo os autores, o nível ótimo de desvio de recursos pelo controlador será resultante de um *tradeoff* entre ganhos decorrentes de um maior acesso a recursos externos e aproveitamento de projetos rentáveis *versus* ganhos decorrentes da extração de benefícios privados do controle. Como resultado, o modelo resulta em três predições: que as oportunidades de crescimento, a necessidade de financiamento externo e a concentração da propriedade são os três principais atributos que levam as empresas a adotarem melhores práticas de governança; que as empresas com melhores práticas de governança são mais valorizadas pelo mercado; e que a adoção de melhores práticas de governança é mais relevante em países com fraca proteção legal aos investidores. Na seqüência, os autores realizam testes empíricos obtendo evidências que corroboram todas as predições do modelo. Como ressalva aos resultados encontrados, deve-se destacar que os autores utilizaram como aproximações para a qualidade da governança corporativa um índice de governança criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA) e um índice de transparência do Standard & Poor's, que avaliam apenas as maiores empresas de cada país e que possuem importantes limitações²⁶.

²⁶ O índice CSLA se baseia em diversas questões subjetivas a serem respondidas pelos analistas, enquanto o índice S&P é restrito à questões de transparência das informações.

Segundo Himmelberg (2003), uma teoria quantitativa da firma deve reconhecer que os mecanismos de governança, como a estrutura organizacional, a política de remuneração e a estrutura de capital, são variáveis endógenas determinadas por variáveis ambientais como eficiência legal, regulamentação e regras do mercado para controle corporativo. Segundo o autor, “nossa capacidade atual de quantificar a importância econômica da governança corporativa é praticamente nula”. Como exemplo, Himmelberg (2003) afirma que os pesquisadores não sabem quantificar o efeito de um aumento de um determinado mecanismo de governança sobre o desempenho corporativo, mas apenas argumentar que, se determinado mecanismo tem-se mostrado associado com melhor desempenho, ele deve, portanto, ser bom.

Como consequência do atual estado de subdesenvolvimento da teoria sobre governança corporativa, as regressões com equações isoladas entre mecanismos de governança e desempenho, utilizadas na maioria dos estudos, apontam apenas relacionamentos de equilíbrio, e não relacionamentos causais. Talvez também em consequência da ausência de modelos formais, as evidências empíricas dos estudos sobre governança corporativa têm se mostrado contraditórias e não conclusivas.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

“Fazer uma tese significa, pois, aprender a por ordem nas próprias idéias e ordenar os dados: é uma experiência de trabalho metódico; quer dizer, construir um “objeto” que, como princípio, possa também servir aos outros. Assim, não importa tanto o tema da tese quanto a experiência de trabalho que ela comporta.”
(Eco 2001, p. 5)

Segundo Salomon (1990, p. 152), a metodologia é uma condição necessária, mas não suficiente, para a realização científica. Segundo o autor, apesar de não haver produção do conhecimento científico sem método, a aplicação do método científico por si não produz conhecimento. Desta forma, pesquisa compreende um trabalho empreendido metodologicamente, quando surge um problema, para o qual se procura a solução adequada de natureza científica. A presente pesquisa é empírica e com base em procedimentos estatísticos, objetivando produzir inferências para a população objeto a partir das amostras. Com relação ao enfoque epistemológico, a pesquisa é do tipo empírico-analítica.

A pesquisa se insere no método de abordagem indutivo, conforme classificação de Marconi e Lakatos (2003, p. 106). Neste método, a aproximação dos fenômenos caminha geralmente para planos cada vez mais abrangentes, indo das constatações mais particulares às leis e teorias. Em relação ao método de procedimento, que é a etapa mais concreta da investigação, a pesquisa se insere no método estatístico. Segundo Marconi e Lakatos (2003, p. 108), o método estatístico significa redução de fenômenos sociológicos, econômicos, políticos, etc. a termos quantitativos e a manipulação estatística, permitindo comprovar as relações dos fenômenos entre si e obter generalizações sobre sua natureza, ocorrência ou significado. Especificamente, são utilizadas as técnicas estatísticas de regressão linear simples, regressão linear múltipla do tipo seção cruzada, análise de dados em painel (utilizando as técnicas de efeitos fixos e de efeitos aleatórios) e sistema de equações simultâneas utilizando o procedimento de mínimos quadrados de três estágios (3SLS).

3.1 Modelos, Tratamento Estatístico e Análise dos Dados

O estudo é dividido em três partes inter-relacionadas. A primeira parte investiga os determinantes da qualidade da governança corporativa, isto é, os fatores que fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança corporativa maior do que outras submetidas a um mesmo ambiente contratual. A segunda parte investiga os determinantes da concentração da estrutura de propriedade e controle, procurando entender as características observáveis das empresas que fazem com que o acionista controlador detenha um percentual maior de direito de voto e de direito sobre o fluxo de caixa no Brasil. A terceira parte investiga a relação entre governança corporativa e desempenho das empresas, por meio de um sistema de equações simultâneas que leva em conta o relacionamento entre variáveis chave de finanças corporativas, como estrutura de propriedade, estrutura de capital, governança corporativa e desempenho.

3.1.1 Parte 1 – Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa

A primeira parte do estudo visa a contribuir para a resposta da seguinte questão: o que faz com que uma empresa tenha melhor governança corporativa do que outra submetida a um mesmo ambiente contratual?

Com base na literatura sobre governança corporativa apresentada na seção de fundamentação teórica, especialmente o estudo de Klapper e Love (2002), identificou-se os seguintes determinantes do nível de governança corporativa a serem testados: oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação, tamanho da empresa, emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*), adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, estrutura de propriedade, desempenho corporativo, setor de atividade, identidade

do acionista controlador e índice de *payout*. O racional para a escolha desses determinantes, indicando as variáveis utilizadas²⁷, é apresentado no quadro a seguir:

Determinante da Governança Corporativa	Justificativa	Código da Variável
Oportunidades futuras de crescimento	Quanto mais oportunidades futuras de crescimento a empresa tiver, mais recursos ela precisará captar e, portanto, melhor nível de Governança Corporativa (GC) a empresa deverá apresentar para facilitar a captação recursos (KLAPPER e LOVE, 2002).	CREC
Natureza da operação	Quanto mais intangível for a atividade da empresa, maior será o risco de os recursos serem desviados (mais difícil é a monitoração dos investimentos nos ativos intangíveis). Portanto, melhor deverá ser a GC da empresa para compensar esta característica das suas operações (HIMMELBERG <i>et al.</i> , 1999).	TANG
Tamanho da Empresa	O sentido da relação entre qualidade da GC e tamanho não é claro de antemão. Por um lado, empresas maiores podem ter mais custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, necessitando de boas práticas de GC para mitigar esse problema. Além disso, possuem mais recursos para implementar boas práticas de GC. Por outro lado, as empresas menores tendem a crescer mais e, portanto, a necessitar de capital. Desta forma, ambas possuem incentivos para adotar boas práticas de GC (KLAPPER e LOVE, 2002).	Log(REC)
Emissão de ADRs	As empresas que emitem ADRs (<i>American Depositary Receipts</i>) têm que se enquadrar a padrões mais rígidos de GC, devendo apresentar, em média, melhor qualidade da GC do que as outras do seu país de origem.	ADR
Adesão aos Níveis de GC da Bovespa	As empresas que aderem aos níveis diferenciados de GC da Bovespa têm que se enquadrar a padrões mais rígidos de transparência e GC, devendo apresentar, em média, melhor GC.	BOV

²⁷ A definição teórica e operacional das variáveis é apresentada na seção 3.2.

Determinante da Governança Corporativa	Justificativa	Código da Variável
Estrutura de Propriedade (OWN)	O sentido da relação entre nível de GC e as variáveis de estrutura de propriedade não é claro de antemão. Quanto maior o percentual de ações ordinárias (<i>CON</i>) em posse do controlador, em tese maior a possibilidade de expropriação dos acionistas externos. Por um lado, isso poderia levar a um pior nível de GC em decorrência da concentração do direito de controle. Por outro lado, entretanto, poderia fazer com que a empresa adotasse melhores práticas de GC como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação. Em relação ao percentual do total de ações (<i>PROP</i>) em posse do controlador, quanto maior este percentual, em tese menor a possibilidade de expropriação. Essa situação poderia levar a um melhor nível de GC como decorrência da maior participação do controlador nos direitos sobre o fluxo de caixa, mas também poderia levar a um pior nível relativo de GC, haja vista que a própria participação do controlador no capital total poderia ser vista como um mecanismo de governança que diminuiria a necessidade de a empresa adotar melhores práticas. Em relação à diferença entre direito de controle e direitos sobre o fluxo de caixa (<i>DIF</i>), quanto maior esta diferença, em tese maior a probabilidade de expropriação dos acionistas externos, aplicando-se o mesmo raciocínio da concentração do direito de controle (<i>CON</i>).	CON
		PROP
		DIF
Desempenho (DESEMP)	Quanto melhor o desempenho da empresa, melhor a GC esperada da empresa em virtude da menor expropriação dos acionistas externos (refletida nos resultados obtidos). Ademais, as variáveis de desempenho servem para avaliar a possível ocorrência de uma situação de causalidade reversa com a governança corporativa.	Q
		VF
		LOAT
		LAJIRDA
Indústria	O setor de atividade pode ter influência sobre a governança corporativa. Setores mais regulamentados podem ter obrigação de se adequarem a melhores práticas de GC, por exemplo.	IND
Identidade do Acionista	O tipo de acionista controlador (privado nacional, estrangeiro, estatal, etc.) pode ter influência sobre o nível de GC da empresa. Empresas estatais, por exemplo, podem ser obrigadas a adotar melhores práticas de GC por determinação do governo.	IDENT
Índice de Payout	Espera-se que empresas com melhores práticas de GC, <i>ceteris paribus</i> , apresentem maiores índices de <i>payout</i> . Isto seria decorrência da presença de menores benefícios privados do controle, que reduziriam a probabilidade de expropriação dos minoritários, aumentando o interesse dos controladores em distribuir os resultados por meio do pagamento de dividendos.	PAYOUT

Quadro 2 – Possíveis determinantes da governança corporativa

Como forma de obter uma aproximação para a qualidade da governança corporativa das empresas, construiu-se um índice de governança corporativa (IGOV), descrito na seção 3.1.1. O método estatístico aplicado compreende uma regressão múltipla do tipo seção transversal para o ano de 2002, com a utilização do seguinte modelo geral de pesquisa:

$$\text{IGOV}_i = \alpha + \beta_1 \text{CREC}_i + \beta_2 \log(\text{REC})_i + \beta_3 \text{TANG}_i + \beta_4 \text{ADR}_i + \beta_5 \text{BOV}_i + \\ + \beta_6 \text{OWN}_i + \beta_7 \text{DESEMP}_i + \beta_8 \text{PAYOUT}_i + \sum_{j=1}^{17} \delta_j \text{IND}_{ji} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l \text{IDENT}_{li} + \varepsilon_i$$

Equação 1

Onde i representa a i -ésima empresa e ε_i representa o termo de erro que capta o componente não sistemático. Com base nos argumentos desenvolvidos no quadro acima e na literatura sobre governança corporativa, espera-se que os coeficientes sejam estatisticamente significantes e possuam o seguinte sentido:

- $\beta_1, \beta_4, \beta_5, \beta_7, \beta_8 > 0$;
- $\beta_3 < 0$;
- Como o sentido do relacionamento entre tamanho da empresa e nível de governança e entre estrutura de propriedade e nível de governança são ambíguos, em princípio, não existe um sinal esperado para β_2, β_6 ;
- δ_j e γ_j são coeficientes relativos às diversas variáveis binárias de setor de atuação e controle acionário, não existindo um sinal esperado de antemão.

A estimação do modelo descrito pela equação 1 contribuirá para responder às seguintes perguntas: As empresas com maiores oportunidades de crescimento apresentam melhor qualidade da governança corporativa? as empresas maiores apresentam melhor nível de governança corporativa? a natureza das operações da empresa possui relação com o nível de governança corporativa da mesma? as empresas que emitem ADRs possuem melhor governança corporativa? as empresas que aderem aos Níveis de Governança da Bovespa

possuem melhor nível de governança corporativa? A estrutura de propriedade da companhia afeta seu nível de governança corporativa? De que forma, em relação aos direitos de controle, em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa ou em relação a ambos?

3.1.2 Parte 2 – Determinantes da Concentração da Propriedade

A segunda parte do estudo visa a contribuir para a resposta da seguinte questão: Em um conjunto de empresas submetidas a um mesmo ambiente contratual, o que faz com que uma empresa tenha estrutura de propriedade e controle mais concentrada do que outra?

Com base na literatura sobre governança corporativa e estrutura de propriedade, especialmente os estudos de Demsetz e Lehn (1985) e Himmelberg *et al.* (1999), identificaram-se os seguintes determinantes potenciais da concentração da estrutura de propriedade a serem testados: escopo para gastos definidos pelo livre arbítrio do gestor ou natureza da operação da empresa, tamanho da empresa, nível do fluxo de caixa livre, taxa de investimento, risco idiossincrático, desempenho corporativo, setor de atividade e tipo do acionista controlador. Os determinantes potenciais identificados são variáveis relacionadas à proteção ao investidor em nível corporativo, já que a hipótese central é a de que quanto pior for a proteção aos investidores – não apenas no âmbito legal, mas em nível corporativo, maior será a concentração da propriedade. As justificativas para a escolha destes determinantes potenciais são apresentadas no quadro a seguir²⁸:

²⁸ A definição teórica e operacional das variáveis apresentadas no quadro 1 é apresentada na seção 3.2.

Determinante da Concentração da Propriedade	Justificativa	Código da Variável
Natureza da Operação	Com base em Himmelberg <i>et al.</i> (1999), supõe-se que empresas com ativos mais difíceis de monitorar (maior proporção de intangíveis), <i>ceteris paribus</i> , apresentarão maior concentração da propriedade por parte do controlador com forma de compensar a pior proteção ao investidor intrínseca à empresa.	TANG
Tamanho da Empresa	A concentração da estrutura de propriedade em empresas maiores tende a ser menor pois os investidores podem ter acesso à melhor proteção (ex: economias de escala para monitoramento). Ademais, a proporção do valor da empresa em relação à riqueza individual dos controladores é maior, sendo mais difícil para eles manterem uma elevada proporção do capital total na medida em que a empresa cresce. Por outro lado, empresas grandes podem estar sujeitas a maiores problemas de agência, induzindo a uma maior concentração da propriedade.	Log(REC)
Nível do Fluxo de Caixa Livre	Conforme sugerido por Jensen (1986), quanto maior for o fluxo de caixa livre (FCL), maior será o gasto definido pelo livre arbítrio do interno (gestor/empreendedor) e, portanto, maiores serão os benefícios privados potenciais do controle na forma, por exemplo, de privilégios. Neste caso, eleva-se a concentração da propriedade desejada pelo controlador, <i>ceteris paribus</i> .	FCL/S
Taxa de Investimento	Similarmente ao determinante anterior, quanto maior for a taxa de investimento da empresa maior será o gasto a ser definido pelo livre arbítrio do interno e, <i>ceteris paribus</i> , maior deve ser a concentração da propriedade desejada por ele.	I/K
Risco idiossincrático da empresa	Uma maior concentração da propriedade implica em uma carteira menos diversificada dos controladores. Quanto maior for o risco idiossincrático da empresa, menor deverá ser a concentração da propriedade desejada por eles, pois o risco específico torna mais cara a posse de ações da empresa por parte de grandes acionistas.	IDIOS
Desempenho (DESEMP)	Invertendo a relação de causalidade tradicionalmente investigada na literatura, pode-se especular que um melhor desempenho, por meio da avaliação do mercado ou dos retornos passados, pode causar impacto na estrutura de propriedade. Como exemplo, uma empresa com alto Q de Tobin poderia aproveitar a boa valorização dos seus papéis para lançar novas ações no mercado, desta forma reduzindo a concentração da propriedade.	Q
		VF
		LOPAT
		LOAT
		LAJIRDA

Determinante da Concentração da Propriedade	Justificativa	Código da Variável
Indústria	O setor de atividade da companhia pode ter influência sobre a concentração da propriedade. Setores mais regulamentados podem ter menor concentração da propriedade, por exemplo.	IND
Identidade do Acionista	O tipo de acionista controlador (privado nacional, estrangeiro, estatal, etc.) pode ter influência sobre a concentração da propriedade. Uma empresa estatal pode, por exemplo, ter por lei uma concentração mínima da propriedade.	IDENT
Índice de Payout	Maior concentração do direito de controle deve ser associado com menor índice de <i>payout</i> , enquanto maior concentração do direito sobre o fluxo de caixa deve ser associado com maior índice de <i>payout</i> .	PAYOUT

Quadro 3 – Determinantes potenciais da concentração da estrutura de propriedade e controle

A análise estatística compreende regressões utilizando o método dos mínimos quadrados e os procedimentos de efeitos fixos e efeitos aleatórios para um painel de empresas entre os anos de 1998 e 2002. Inicialmente, foi aplicado o método dos mínimos quadrados ordinário com base no seguinte modelo geral:

$$OWN_{it} = \alpha + \beta_1 TANG_{it} + \beta_2 \log(REC)_{it} + \beta_3 (FCL/S)_{it} + \beta_4 (I/K)_{it} + \beta_5 IDIOS_{it} + \beta_6 DESEMP_{it} + \beta_7 PAYOUT_{it} + \sum_{j=1}^{17} \delta_j IND_{jit} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l IDENT_{lit} + \sum_{k=1}^4 \psi_k ANO_{kt} + \varepsilon_{it}$$

Equação 2

Onde i e t representam a empresa e o ano, respectivamente, e ε_{it} representa o termo de erro aleatório da i -ésima empresa no t -ésimo ano. Foram realizados testes alternadamente utilizando o direito de controle (CON), o direito sobre o fluxo de caixa ($PROP$) e o excesso de direito de voto em posse do controlador (DIF) como variáveis dependentes de estrutura de propriedade (OWN). Além das variáveis explanatórias mencionadas acima, também foram construídas variáveis binárias para cada ano da amostra (ANO_1, \dots, ANO_5) com o intuito de isolar quaisquer efeitos macroeconômicos que afetaram o conjunto das empresas no

período do estudo. O setor de atividade das empresas (*IND*) e o tipo do acionista controlador (*IDENT*) também foram incluídos como conjuntos de variáveis binárias. Em algumas especificações, acrescentou-se à Equação 1 termos quadráticos de alguns dos determinantes potenciais – por exemplo, o tamanho da empresa ao quadrado – como forma de capturar eventuais não linearidades no relacionamento entre as variáveis.

A validade das inferências depende da qualidade estatística dos modelos, que foi avaliada pela sua aderência aos pressupostos de um modelo de regressão linear. Dentre outros, foram empregados o teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan (1979) e o teste de normalidade e heterocedasticidade de Cameron-Trivedi (1990) nas análises de diagnóstico.

Entretanto, a modelagem pela Equação 2 apresenta uma possível deficiência por desconsiderar fatores não observáveis que podem prejudicar a correta identificação do relacionamento entre a concentração da estrutura de propriedade e seus possíveis determinantes. Se algumas destas “variáveis omitidas” influenciarem a concentração da propriedade e forem correlacionadas com os regressores incluídos no modelo, os coeficientes estimados pela Equação 2 serão inconsistentes, refletindo um relacionamento espúrio entre as variáveis. Portanto, é conveniente trabalhar com a seguinte formulação mais geral:

$$OWN_{it} = \alpha + \beta_1 TANG_{it} + \beta_2 \log(REC)_{it} + \beta_3 (FCL/S)_{it} + \beta_4 (I/K)_{it} + \beta_5 IDIOS_{it} + \beta_6 DESEMP_{it} + \beta_7 PAYOUT_{it} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l IDENT_{lit} + \sum_{k=1}^4 \psi_k ANO_{kt} + u_i + \eta_{it}$$

Equação 3

Onde *i* e *t* representam a empresa e o ano, respectivamente, *u_i* é o efeito específico não observável da *i*-ésima empresa e *η_{it}* representa o termo de erro da *i*-ésima empresa no *t*-ésimo ano. *α* pode ser interpretado como o efeito específico médio do conjunto das companhias. O componente *u_i* captura quaisquer características intrínsecas das empresas que não variam com o tempo e que podem influenciar a concentração da estrutura de propriedade.

Para estimar os parâmetros da Equação 3 e suas variantes, incluindo especificações com termos quadráticos de alguns dos regressores, foram utilizados os procedimentos de Efeitos Aleatórios (EA) e de Efeitos Fixos (EF). Quando se utilizou o estimador EF, os possíveis determinantes ficaram restritos àqueles que apresentam variação no tempo, descartando-se as variáveis *IND* (setor de atuação) e *IDENT* (tipo do acionista controlador), as quais seriam perfeitamente colineares com u_i . Em comparação com a Equação 2, a formulação acima equivale a considerar $\varepsilon_{it} = u_i + \eta_{it}$. Para a produção de estimativas consistentes utilizando o estimador EF, é necessário que η_{it} seja não correlacionado com os regressores, incluindo u_i . A consistência do estimador EA, por sua vez, depende da suposição mais restritiva de que η_{it} e u_i sejam ambos não correlacionados com os regressores.

Com base nos argumentos desenvolvidos no Quadro 3 e na literatura sobre estrutura de propriedade, espera-se que os coeficientes sejam estatisticamente significantes e possuam o seguinte sentido nas regressões contra as variáveis *CON*, *PROP* e *DIF*:

- $\beta_3, \beta_4 > 0$;
- $\beta_1, \beta_5 < 0$;
- O sentido do relacionamento entre o desempenho corporativo e a estrutura de propriedade é incerto de antemão. Por isso, não há um sinal esperado para β_6 ;
- O mesmo raciocínio vale para o relacionamento entre o tamanho da empresa e a estrutura de propriedade. Desta forma, também não há um sinal esperado para β_2 .

A estimação dos modelos descritos acima contribuirá para a resposta de algumas perguntas relativas a empresas submetidas a um mesmo ambiente contratual: As maiores empresas apresentam concentração da propriedade menor do que as outras? As empresas com maior proporção de intangíveis apresentam maior concentração da estrutura de propriedade?

As empresas nas quais o gestor/empreendedor possui mais recursos para alocar de forma discricionária apresentam maior concentração da propriedade? Empresas com maior fluxo de caixa livre apresentam maior concentração da propriedade? As empresas com maior risco idiossincrático possuem menor concentração da propriedade? A concentração da propriedade possui relação com o setor de atuação da companhia ou com o tipo de acionista controlador?

3.1.3 Parte 3 – Relação entre governança corporativa e desempenho

A terceira parte do estudo representa o objetivo principal da linha de pesquisa sobre governança corporativa, visando contribuir para a resposta da seguinte questão: a governança corporativa influencia o desempenho corporativo?

Para responder tal questão, a relação entre governança corporativa e desempenho foi investigada por meio de um conjunto de abordagens econométricas distintas, entre as quais: abordagem univariada simples (regressões simples), abordagem multivariada completa (regressões múltiplas utilizando mínimos quadrados e dados em painel) e sistemas de equações simultâneas (utilizando o procedimento 3SLS). A utilização de abordagens econométricas em ordem crescente de complexidade visa a analisar a consistência dos resultados da relação entre governança e desempenho. Isso é considerado importante, já que as abordagens de regressões simples e múltiplas tratam a governança corporativa como uma variável exógena, enquanto os sistemas de equações simultâneas capturam a causalidade reversa entre governança e desempenho e a endogeneidade potencial entre os mecanismos²⁹.

Inicialmente, realizou-se uma série de regressões simples como forma de avaliar preliminarmente a relação entre os mecanismos de governança e as variáveis utilizadas como aproximações para desempenho no estudo. O modelo empregado nessa seção inicial foi:

$$DESEMP_i = \alpha + \beta_1 GOV_i + \varepsilon_i$$

Equação 4

Onde $DESEMP_i$ representa as variáveis de desempenho da i -ésima empresa, GOV_i representa as variáveis de governança corporativa da i -ésima empresa e ε_i representa o termo de erro aleatório da i -ésima empresa.

Na sequência, foram realizadas regressões múltiplas utilizando as variáveis de desempenho como variáveis dependentes e as variáveis de governança corporativa como variáveis explanatórias. Nessa abordagem, foram utilizadas diversas variáveis corporativas como variáveis de controle, de acordo com o seguinte modelo:

$$DESEMP_i = \beta_1 * GOV_i + \beta_2 * OWN_i + \beta_3 * ESTCAP_i + \beta_4 * \log(REC)_i + \\ + \beta_5 * ADR_i + \beta_6 * BOV_i + \beta_7 * LIQ_i + \beta_8 * TANG_i + \sum_{j=1}^{17} \delta_j IND_{ji} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l IDENT_{li} + \varepsilon_i$$

Equação 5

Onde³⁰:

GOV - variáveis de governança utilizadas alternadamente: $IGOV$, BSZ , OUT , DE ³¹;

OWN - variáveis de estrutura de propriedade utilizadas alternadamente: CON , $PROP$, DIF ;

$DESEMP$ - variáveis de desempenho corporativo: Q , VF , $LOAT$, $LAJIRDA$;

$ESTCAP$ - variável de estrutura de capital: $ALAV$;

Variáveis de controle utilizadas nas equações: $CREC$, $\log(REC)$, $TANG$, ADR , BOV , (FCL/S) , (I/S) , $IDIOS$, LIQ , $PAYOUT$, IND , $IDENT$.

²⁹ A seção 3.6.1 discute o problema de causalidade reversa e endogeneidade nos estudos sobre governança corporativa e como a abordagem de equações simultâneas pode, em tese, contornar tal problema.

³⁰ A definição teórica e operacional das variáveis é apresentada na seção 3.2.

³¹ BSZ , OUT e DE são variáveis de estrutura do conselho de administração, utilizadas alternadamente ao $IGOV$ por serem disponíveis para todo o período de 1998 a 2002. Foram empregadas *dummies* anuais nas regressões utilizando essas variáveis como medidas de governança corporativa. A utilização de *dummies* anuais não foi necessária nas regressões utilizando o índice de governança ($IGOV$) como medida de governança corporativa, tendo em vista que a variável $IGOV$ foi coletada apenas para o ano de 2002.

Por fim, foram realizadas regressões por meio de sistemas de equações simultâneas. O sistema foi construído com base na literatura sobre governança corporativa, principalmente os trabalhos de Agrawal e Knoeber (1996), Barnhart e Rosenstein (1998), Cho (1998), Demsetz e Villalonga (2002), Bhagat e Jefferis (2002) e Bøhren e Ødegaard (2003). O sistema construído relaciona importantes variáveis de finanças corporativas: estrutura de propriedade, estrutura de capital, governança corporativa e desempenho. O procedimento estatístico aplicado no sistema de equações para estimação conjunta dos coeficientes foi o método dos mínimos quadrados de três estágios (3SLS – *three stages least squares*), conforme o modelo:

$$\begin{cases} GOV = f(OWN, DESEMP, VarControle) \\ OWN = f(GOV, DESEMP, VarControle) \\ DESEMP = f(GOV, OWN, ESTCAP, VarControle) \end{cases}$$

Equação 6

Especificamente, o sistema de equações testado a partir do modelo geral foi:

$$\begin{cases} GOV = \beta_{11} * OWN + \beta_{12} * DESEMP + \beta_{13} * CREC + \beta_{14} * \log(REC) + \beta_{15} * TANG + \\ + \beta_{16} * ADR + \beta_{17} * BOV + \beta_{18} * IND + \beta_{19} * IDENT + \beta_{110} * PAYOUT + \varepsilon_1 \\ \\ OWN = \beta_{21} * GOV + \beta_{22} * DESEMP + \beta_{23} * \log(REC) + \beta_{24} * TANG + \beta_{25} * (FCL/S) + \\ + \beta_{26} * (I/K) + \beta_{27} * IDIOS + \beta_{28} * IND + \beta_{29} * IDENT + \beta_{210} * PAYOUT + \varepsilon_2 \\ \\ DESEMP = \beta_{31} * GOV + \beta_{32} * OWN + \beta_{33} * ESTCAP + \beta_{34} * \log(REC) + \beta_{35} * IND + \\ + \beta_{36} * ADR + \beta_{37} * BOV + \beta_{38} * IDENT + \beta_{39} * LIQ + \beta_{310} * TANG + \varepsilon_3 \end{cases}$$

Equação 7

O modelo descrito pela Equação 7 estima de forma conjunta as regressões anteriormente determinadas de forma isolada no trabalho: determinantes da qualidade da governança corporativa (parte 1), determinantes da concentração da propriedade (parte 2) e influência da governança corporativa sobre desempenho por meio de regressões múltiplas (seção inicial da parte 3). Tendo em vista, de acordo com a literatura, que a estrutura de capital também possui considerável probabilidade de ser uma variável endógena, estimou-se

alternativamente um sistema de equações simultâneas com quatro equações ao invés de três, assumindo a estrutura de capital não apenas como uma variável explicativa do desempenho corporativo, mas também como uma variável dependente de algumas características observáveis das empresas. Esta especificação alternativa é descrita pelo modelo a seguir:

$$\left\{ \begin{array}{l} GOV = f(OWN, DESEMP, VarControle) \\ OWN = f(GOV, DESEMP, VarControle) \\ ESTCAP = f(GOV, OWN, DESEMP, VarControle) \\ DESEMP = f(GOV, OWN, ESTCAP, VarControle) \end{array} \right.$$

Equação 8

Especificamente, o sistema de equações alternativamente testado foi:

$$\left\{ \begin{array}{l} GOV = \beta_{11} * OWN + \beta_{12} * DESEMP + \beta_{13} * CREC + \beta_{14} * \log(REC) + \beta_{15} * TANG + \\ + \beta_{16} * ADR + \beta_{17} * BOV + \beta_{18} * IND + \beta_{19} * IDENT + \beta_{110} * PAYOUT + \varepsilon_1 \\ \\ OWN = \beta_{21} * GOV + \beta_{22} * DESEMP + \beta_{23} * \log(REC) + \beta_{24} * TANG + \beta_{25} * (FCL/S) + \\ + \beta_{26} * (I/K) + \beta_{27} * IDIOS + \beta_{28} * IND + \beta_{29} * IDENT + \beta_{210} * PAYOUT + \varepsilon_2 \\ \\ DESEMP = \beta_{31} * GOV + \beta_{32} * OWN + \beta_{33} * ESTCAP + \beta_{34} * \log(REC) + \beta_{35} * IND + \\ + \beta_{36} * ADR + \beta_{37} * BOV + \beta_{38} * IDENT + \beta_{39} * LIQ + \beta_{310} * TANG + \varepsilon_3 \\ \\ ESTCAP = \beta_{41} * IGOV + \beta_{42} * DESEMP + \beta_{43} * OWN + \beta_{44} * \log(REC) + \beta_{45} * IND + \\ + \beta_{46} * IDENT + \beta_{47} * TANG + \varepsilon_4 \end{array} \right.$$

Equação 9

A construção dos modelos apresentados contribuirá para responder qual é o impacto da: qualidade da governança corporativa e da estrutura do conselho de administração sobre o desempenho da empresa? Estrutura de propriedade sobre o desempenho da empresa? Estrutura de capital sobre o desempenho da empresa? Estrutura de propriedade sobre o nível de governança corporativa da empresa e sobre a estrutura do conselho de administração? Estrutura de propriedade da empresa sobre sua estrutura de capital? Desempenho da empresa

sobre seu nível de governança corporativa e sobre a estrutura do conselho de administração? Desempenho da empresa sobre sua estrutura de propriedade? Nível de governança corporativa e da estrutura do conselho de administração sobre a estrutura de capital da empresa? Desempenho sobre a estrutura de capital da empresa?

3.2 Definição Teórica e Operacional das Variáveis

3.2.1 Qualidade da Governança Corporativa

Como uma aproximação para a mensuração da qualidade da governança corporativa das empresas, construiu-se um índice de governança corporativa para as 161 companhias componentes da amostra. O índice de governança (índice IGOV) é calculado a partir de um conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente a partir de dados secundários. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança corporativa de 0 a 20. O índice foi construído de forma a levar em conta quatro dimensões consideradas importantes pela literatura para avaliação das práticas de governança corporativa: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. O índice contempla recomendações constantes dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC e da CVM, além dos aspectos descritos por Jensen (2001b) como elementos de um sistema de governança corporativa. Para Jensen (2001b, p. 58), “governança é a estrutura de controle de alto nível, consistindo dos direitos de decisão do conselho de administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do conselho de administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros”. As perguntas do índice são apresentadas no quadro a seguir³².

³² O acesso aos *websites* foi realizado nos meses de janeiro e fevereiro de 2004. O racional e os critérios adotados para elaboração do índice de governança corporativa são apresentados no apêndice A.

Dimensão de Governança Corporativa	#	Perguntas para construção do Índice de Governança Corporativa
Acesso às Informações	1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa? ³³
	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?
Conteúdo das Informações Públicas	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento ³⁴ explica a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA ³⁵ , ROE ³⁶ , etc.)?
	10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?

³³ Tais como: explicações do modelo de governança da companhia, código de boas práticas de governança corporativa da empresa, regimento interno do conselho de administração ou política de negociação de valores mobiliários.

³⁴ No caso das companhias com ADR's negociados, também foi analisado o relatório 20-F submetido à SEC (*Securities and Exchange Commission*).

³⁵ Retorno sobre os ativos (*return on assets*), calculado pelo lucro operacional após impostos sobre o ativo total médio da companhia no período.

³⁶ Retorno sobre o patrimônio líquido (*return on equity*), calculado pelo lucro líquido sobre o patrimônio líquido no período.

Dimensão de Governança Corporativa	#	Perguntas para construção do Índice de Governança Corporativa
Estrutura do conselho de administração	11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?
	15	A empresa não possui acordo de acionistas?
Estrutura de Propriedade e Controle	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18	O(s) controlador(es) possui(em) menos do que 70% do total de ações ordinárias?
	19	O excesso (<i>DIF</i>) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?
	20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais? ³⁷

Quadro 4 – Perguntas para construção do índice de governança corporativa (IGOV)

3.2.2 Estrutura do conselho de administração

Além do índice de governança corporativa (IGOV), são utilizadas três outras variáveis de governança corporativa no estudo. Essas variáveis são relacionadas à estrutura do conselho de administração, haja vista que o órgão é um importante mecanismo interno de governança e, supõe-se, quanto mais ativo e independente for o órgão melhor será o nível de governança corporativa. As três variáveis utilizadas são:

- presença de diretor executivo ocupando o cargo de presidente do conselho da empresa – é representada por uma variável binária onde:

DE = 1, se os cargos de diretor executivo e presidente do conselho forem ocupados pela mesma pessoa, isto é, se os cargos forem unificados;

DE = 0, se os cargos forem ocupados por pessoas diferentes.

- proporção de externos no conselho de administração – é representada pelo percentual de conselheiros não executivos (externos) em relação ao total de conselheiros, dada por:

$$OUT = \frac{EXT}{BSZ}$$

Equação 10

Onde:

OUT - grau de independência do conselho de administração;

EXT - número de conselheiros não executivos (externos) no conselho;

BSZ - número total de membros do conselho.

- tamanho do conselho - é dado pelo total de membros do órgão (*BSZ*).

Os dados foram coletados por meio do sistema Divext – Divulgação Externa da CVM, utilizando o critério definido pela CVM para classificação dos conselheiros pelas empresas. Sob este critério, as empresas classificam os conselheiros como tipo 2 caso não executem funções executivas (conselheiros externos) e como tipo 3 caso sejam conselheiros e executivos da companhia (conselheiros internos).

3.2.3 Estrutura de Propriedade e Controle

São utilizadas três variáveis relacionadas à estrutura de propriedade e controle:

- Direito de controle (*CON*) – corresponde ao direito de voto do acionista controlador. É o percentual de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es).

³⁷ No caso das empresas que possuem apenas ações ordinárias emitidas, avaliou-se se as mesmas concedem *tag along* aos detentores de ações ordinárias superior a 80% (percentual obrigatório estipulado pelo artigo 254-A da Lei 10.303/01).

- Direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) – corresponde ao direito de propriedade do acionista controlador. É o percentual do total de ações em posse do(s) acionista(s) controlador(es) (participação no capital total da companhia);
- Disparidade entre os direitos (*DIF*) – corresponde à diferença entre o direito de controle do acionista controlador e seu direito sobre o fluxo de caixa. É obtido pela diferença entre o percentual de ações ordinárias (*CON*) e o percentual do total de ações (*PROP*) em posse do acionista controlador: $DIF = CON - PROP$

Os dados foram coletados por meio do sistema Divext – Divulgação Externa da CVM, entendendo-se como acionista controlador aquele identificado pela própria empresa no seu Informativo Anual (IAN). Para identificar corretamente o percentual de votos em posse dos controladores, analisou-se também as estruturas indiretas de propriedade, identificando-se os proprietários em comum entre vários acionistas e não somente o controle direto. No caso de estruturas familiares, computou-se o bloco controlador pela soma da posse de ações por parentes com mesmo sobrenome. Em caso de ocorrência de um acordo de acionistas, foi considerada a porcentagem de controle total do bloco do acordo.

3.2.4 Desempenho Corporativo

Existem várias definições operacionais possíveis para este conceito. No estudo são utilizadas duas formas para mensuração do desempenho: as relacionadas ao valor de mercado da empresa, denominadas medidas de “valor”, e as relacionadas aos indicadores contábeis de margem, denominadas medidas de “rentabilidade”. Como métricas de valor, são utilizados o *Q* de Tobin (*Q*) e o *Firm Value* – calculado pelo banco de dados Economática® (*VF*). Como métricas de rentabilidade, são utilizados o lucro operacional próprio (*LOPAT*), o lucro operacional (*LOAT*) e a geração bruta de caixa (*LAJIRDA*).

- *Q* de Tobin – Tobin (1958) definiu o “*Q* de Tobin” como:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas}}{\text{Valor de Reposição dos Ativos}}$$

Como o cálculo do Q de Tobin originalmente proposto é muito difícil tendo em vista a não observação direta do valor de mercado das dívidas e do valor de reposição dos ativos, no estudo o “Q de Tobin” é estimado pela aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994, p.72) e discutida por Famá e Barros (2000), que definem operacionalmente o Q de Tobin como:

$$Q \text{ de Tobin} \cong \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT}$$

Equação 11

Sendo:

VMAO - valor de mercado das ações ordinárias; VMAP - valor de mercado das ações preferenciais; DIVT - valor contábil da dívida, definido como passivo circulante mais exigível a longo prazo mais estoques menos o ativo circulante; AT - ativo total da companhia.

Os dados contábeis são referentes ao respectivo exercício e a cotação das ações corresponde ao preço médio do último dia de negociação de cada ano. Em caso de ausência de informação, a cotação da ação ordinária foi aproximada pela cotação da ação preferencial.

- Valor da Empresa sobre Ativo Total (VF) - este indicador procura ser uma alternativa ao Q de Tobin, sendo calculado pela equação:

$$VF = \frac{FirmValue}{AT}$$

Equação 12

Onde:

FirmValue é calculado segundo a aproximação proposta pela Económica®:

$$FirmValue = VMAO + VMAP + DbCP + DbLP + FinCP + FinLP + ACC - DICP$$

DbCP e DbLP = Debêntures de curto de longo prazo; FinCP e FinLP - Financiamentos de curto prazo e de longo prazo; ACC - Adiantamentos de Contratos de Câmbio; DICP - Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo;

- LOPAT: é o lucro operacional próprio sobre o ativo total. É definido por:

$$LOPAT = \frac{\textit{Lucro Operacional Proprio}}{\textit{Ativo Total}}$$

Equação 13

O lucro operacional próprio é o lucro operacional antes das receitas e despesas financeiras.

- LOAT: é o lucro operacional sobre o ativo total. É definido por:

$$LOAT = \frac{\textit{Lucro Operacional}}{\textit{Ativo Total}}$$

Equação 14

- LAJIRDA: é a geração bruta de caixa sobre o ativo total. É definido por:

$$LAJIRDA = \frac{\textit{Lucro antes de juros, imposto de renda, depreciacao e amortizacao}}{\textit{Ativo Total}}$$

Equação 15

3.2.5 Estrutura de Capital

A alavancagem financeira (ALAV) é definida como a dívida financeira total sobre o ativo total da empresa, em reais nominais, ao final de cada exercício social.

3.2.6 Tamanho da Empresa

O tamanho da empresa ($\log(REC)$) é definido como o logaritmo da receita operacional líquida da empresa, em valores nominais, ao final de cada exercício social.

3.2.7 Setor de Atuação

Foram utilizadas variáveis binárias para representar os diferentes setores nos modelos. Estas variáveis atribuem valor 1 para as empresas pertencentes a um setor específico e 0 para as empresas pertencentes aos demais setores. Foi adotado o critério de classificação do banco de dados Economática®, que fornece a relação das empresas e dos seus respectivos setores. É uma classificação ampla, dividindo as empresas em 18 categorias:

Setores Economática®: Agro e Pesca; Alimentos e Bebidas; Comércio; Construção; Eletroeletrônicos; Energia Elétrica; Máquinas Industriais; Mineração; Minerais não Metálicos; Outros; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; Química; Siderurgia & Metalurgia; Telecomunicações; Têxtil; Transportes; Serviços; Veículos e peças.

3.2.8 Identidade do acionista controlador

Além das variáveis de concentração do controle e da propriedade, também foi considerado o tipo de acionista controlador, por meio de um conjunto de variáveis binárias:

- propriedade privada estrangeira: controle em posse de multinacional ou grupo de investidores de origem estrangeira ($IDENT_1$);
- propriedade privada nacional: controle em posse um grupo de investidores de origem nacional, não sendo os investidores da família fundadora da empresa ($IDENT_2$);
- propriedade familiar: controle em posse de uma família ou um único investidor, incluindo-se neste caso os controles exercidos por fundações ou por *holdings* que representam os fundadores ou herdeiros da empresa ($IDENT_3$);
- propriedade por bancos e outras instituições financeiras: controle em posse de um banco e/ou instituição financeira ($IDENT_4$);
- propriedade por fundos de pensão: controle exercido por fundos de pensão ($IDENT_5$);
- propriedade estatal: controle exercido pela União, Estados ou Municípios ($IDENT_6$);.

3.2.9 Liquidez

A fórmula utilizada para o cálculo da liquidez das ações (LIQ) é a utilizada pelo sistema de informações Economática®. A liquidez é dada por:

$$LIQ = 100 \times \left(\frac{P}{P} \right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N} \right) \times \left(\frac{v}{V} \right)}$$

Equação 16

Onde:

LIQ - índice de liquidez da ação; p - número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado; P - número total de dias do período analisado; n - número de negócios com a ação no período analisado; N - número de negócios com todas as ações no período analisado; v - volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado; V - volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

3.2.10 Natureza da Operação

É uma aproximação para o nível de tangibilidade das operações da empresa (composição dos seus ativos). É definida como o ativo imobilizado bruto sobre a receita operacional líquida ($TANG$), ambos medidos em reais nominais, ao final de cada exercício.

3.2.11 Índice de Payout

É dado pelo índice de *payout* anual da ação calculado pelo sistema Economática®. É definido como dividendos pagos por ação sobre o lucro líquido por ação, ambos medidos em valores reais nominais ao final de cada exercício.

3.2.12 Oportunidades Futuras de Crescimento

Como aproximação para o nível de oportunidades futuras de crescimento ($CREC$), foi utilizado o crescimento percentual acumulado da receita operacional dos três últimos anos.

3.2.13 Emissão de ADRs

Variável binária que assume valor igual a 1 (um) se a empresa possui negocia ADRs na bolsa de Nova York ou na NASDAQ³⁸ e assume valor igual 0 (zero) caso contrário.

³⁸ A relação de companhias brasileiras com ADR's negociados foi obtida nos *websites* www.nyse.com e www.nasdaq.com.

3.2.14 Adesão aos Níveis de GC da Bovespa

Variável binária que assume valor igual a 1 (um) se a empresa está listada nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa ou no Novo Mercado da Bovespa e assume valor igual a 0 (zero) caso contrário.

3.2.15 Nível do Fluxo de Caixa Livre

O nível de fluxo de caixa livre possui relação com o montante de gastos definidos pelo livre arbítrio do gestor/empreendedor e com os benefícios privados potenciais do controle. Como aproximação para esta variável (FCL/S), utilizou-se uma versão contábil do fluxo de caixa livre da empresa sobre sua receita operacional líquida, ambas medidas em reais nominais, ao final de cada exercício, conforme a seguinte equação:

$$FCL = LL - AumCGL + DepAmort - Inv$$

Onde:

FCL - Fluxo de Caixa Livre da empresa; LL - Lucro Líquido; $AumCGL$ - Investimento em capital de giro líquido; $DepAmort$ - Depreciação e Amortização; Inv - Investimentos em ativo fixo.

3.2.16 Taxa de Investimento da Empresa

A taxa de investimento da empresa (I/K) foi definida como o investimento em ativo fixo (investimento de capital) da empresa sobre seu ativo imobilizado bruto, ambos medidos em reais nominais, ao final de cada exercício.

3.2.17 Risco Idiossincrático da Empresa

O risco idiossincrático ($IDIOS$) de um ativo pode ser calculado por meio da seguinte equação, com base na teoria do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):

$$\text{var}(R_A) = \beta_A^2 \text{var}(R_M) + e_{s_A}^2$$

Onde:

$\text{var}(R_A)$ - Variância da taxa de retorno de um ativo A qualquer (Risco Total);

$\text{var}(R_M)$ - Variância da taxa de retorno da carteira de mercado; β_A - “beta” do ativo A (risco sistemático); e_{s_A} - Risco idiossincrático ou risco próprio do ativo A .

Reordenando os termos da equação, obtém-se a fórmula aplicada para cálculo do risco idiossincrático: $e_{s_A} = \sqrt{\text{var}(R_A) - \beta_A^2 \text{var}(R_M)}$. Foram utilizados dados de volatilidade anual dos retornos da ação de cada empresa, o beta da ação em relação ao Ibovespa para um período de doze meses anteriores e a volatilidade dos retornos do Ibovespa (carteira de mercado).

3.2.18 Resumo das variáveis do estudo

As variáveis utilizadas em todo o trabalho são resumidas no quadro a seguir:

Sigla	Nome	Descrição
<i>IGOV</i>	Índice de Governança Corporativa	Índice composto por vinte questões binárias
<i>DE</i>	Diretor executivo como presidente do conselho	Variável binária “diretor executivo é presidente do conselho?”
<i>BSZ</i>	Tamanho do conselho de administração	Número de conselheiros
<i>OUT</i>	Independência do conselho de administração	Proporção de conselheiros externos (não executivos) no conselho de administração
<i>CON</i>	Direito de controle	Percentual de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es)
<i>PROP</i>	Direito sobre o fluxo de caixa	Percentual do total de ações em posse do(s) acionista(s) controlador(es)
<i>DIF</i>	Diferença entre os direitos de controle e sobre o fluxo de caixa	$DIF = CON - PROP$
<i>Q</i>	Q de Tobin	$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMAO + VMAP + D}{AT}$
<i>VF</i>	<i>Firm Value</i> – calculado pelo banco de dados Economatica®	$VF = \frac{FirmValue}{AT}$

Sigla	Nome	Descrição
<i>LOPAT</i>	Lucro operacional próprio	Lucro operacional próprio sobre ativo total
<i>LOAT</i>	Lucro operacional	Lucro operacional sobre ativo total
<i>LAJIRDA</i>	Geração bruta de caixa	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização sobre ativo total
<i>ALAV</i>	Estrutura de capital	Dívida financeira total sobre ativo total
$\log(REC)$	Tamanho da empresa	Logaritmo da receita operacional líquida
<i>IND</i>	Setor de atuação da empresa	Variáveis binárias “Indústria”
<i>IDENT</i>	Identidade do acionista controlador	Variáveis binárias “Identidade do controlador”
<i>LIQ</i>	Liquidez	Liquidez anual da ação
<i>TANG</i>	Natureza da operação	Ativo Imobilizado Bruto / Vendas
<i>PAYOUT</i>	Índice de <i>payout</i>	Índice de <i>payout</i> da ação
<i>CREC</i>	Oportunidades futuras de crescimento	Crescimento das vendas dos últimos 3 anos
<i>ADR</i>	Emissão de ADRs	Variável binária “Emissão de ADR?”
<i>BOV</i>	Adesão aos Níveis de GC da Bovespa	Variável binária “Adesão Níveis de GC?”
<i>FCL/S</i>	Nível do Fluxo de Caixa Livre	Fluxo de Caixa Livre / Vendas
<i>I/K</i>	Taxa de investimento da empresa	Investimentos / Ativo Imobilizado
<i>IDIOS</i>	Risco idiosincrático da empresa	Variância do resíduo da regressão do CAPM

Quadro 5 – Resumo das Variáveis de Pesquisa

3.3 População, Amostragem e Coleta de Dados

A amostra do estudo é composta por todas companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa que apresentaram liquidez significativa nos anos de 1998 a 2002. Considerou-se como empresas com liquidez significativa as empresas que, apresentaram índice de liquidez anual calculado pelo Economática® maior que 0,001% do índice correspondente à empresa com ações mais líquidas em 50% ou mais dos anos da pesquisa, incluindo necessariamente o ano de 2002. A

escolha desta faixa de corte para a definição da amostra se deve ao fato de que as ações de empresas com liquidez muito baixa possuem uma probabilidade menor de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado, sendo a cotação do valor de mercado das ações necessária para o cálculo do Q de Tobin e do *Firm Value* (VF).

Durante a coleta dos dados, algumas empresas não apresentaram dados suficientes para a construção de todas as variáveis, reduzindo o tamanho da amostra para um total de 776 observações para 161 empresas diferentes. Esta amostra possui um tamanho significativo em relação ao total de empresas listadas na Bovespa, podendo considerá-la como representativa das companhias abertas listadas. Entretanto, segundo Martins (2002, p.48), quando a amostra da pesquisa é selecionada a partir de um critério definido pelo pesquisador, não será possível generalizar os resultados para a população, já que as amostras não probabilísticas não garantem sua representatividade. Segundo Asti Vera (1980, p. 50), isto ocorre porque nas amostras não probabilísticas não há forma de estimar a probabilidade de cada elemento ser incluído na amostra, nem mesmo existe a segurança de que cada elemento tenha alguma probabilidade de ser incluído. A rigor, para a generalização dos resultados seria necessária uma amostragem por um método probabilístico.

Utilizaram-se dados secundários coletados junto aos sistemas de informações Econômica® e Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários. Para realização dos testes estatísticos, foram utilizados os programas Stata/SE 8.0, Eviews 4.0 e Minitab 13.20. A coleta dos dados foi dividida da seguinte forma:

Sistema de Informações	Dados Coletados
DIVEXT - Divulgação Externa da CVM	Tamanho do conselho de administração Número de conselheiros externos (não executivos) Diretor Executivo e Presidente do conselho Mandato do conselho de administração Presença de Acordo de Acionistas Concentração de votos do controlador Concentração de propriedade do controlador Excesso de votos do controlador Tipo do acionista controlador
Economática®	Valor de mercado das ações Índice de liquidez Setor de atuação Volatilidade da ação e do índice Ibovespa Dados contábeis do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultados: Receita Operacional Líquida, Ativo Imobilizado Bruto, Ativo Total, Investimentos, Índice de Payout, Depreciação e Amortização

Quadro 6 – Sistemas de Informações Utilizados no Estudo

3.4 Limitações da Pesquisa

Os estudos empíricos sobre governança corporativa estão sujeitos a muitos problemas econométricos. Esses problemas provavelmente são maiores do que o usual em finanças corporativas, pois, sem uma teoria desenvolvida, os estudos tentam avaliar a influência de diversas variáveis (como estrutura do conselho, nível de governança, estrutura de propriedade e estrutura de capital) sobre o desempenho corporativo. Börsch-Supan e Köke (2000) apontam quatro categorias de problemas que devem ser resolvidos para a realização de inferências sobre os efeitos causais decorrentes da governança corporativa:

- causalidade reversa e endogeneidade – ocorre principalmente quando algumas variáveis são assumidas como exógenas quando, na realidade, tratam-se de variáveis endógenas;
- variáveis ausentes – ocorre principalmente quando variáveis relevantes são omitidas;
- seletividade da amostra – ocorre quando as amostras não são selecionadas aleatoriamente;
- erro de mensuração nas variáveis – ocorre quando as variáveis são mensuradas com grande erro.

Esses problemas econométricos dificultam a identificação da influência dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho corporativo e constituem as principais limitações do método de investigação utilizado, sendo descritos a seguir.

3.4.1 Causalidade Reversa e Endogeneidade

O objetivo fundamental dos estudos sobre governança corporativa é avaliar como determinadas variáveis, como estrutura do conselho, estrutura de propriedade ou qualidade da governança afetam o desempenho da empresa. Geralmente esses estudos utilizam, nos modelos econométricos, as variáveis de governança como variáveis independentes e as variáveis de desempenho como variáveis dependentes. Entretanto, esse tipo de modelagem pressupõe implicitamente que as variáveis de governança são variáveis exógenas, quando na verdade podem constituir-se de variáveis endógenas cuja direção da relação de causalidade com o desempenho corporativo é incerta *ex ante*. Como exemplos, tem-se:

- Uma determinada estrutura do conselho de administração pode causar um pior desempenho corporativo, porém um determinado desempenho corporativo também pode causar uma alteração na estrutura do conselho de administração;
- Uma estrutura de propriedade mais concentrada pode promover melhor desempenho corporativo, porém um melhor desempenho corporativo também pode atrair investidores para a empresa, alterando a concentração da estrutura de propriedade da companhia;

- A adoção de boas práticas de governança corporativa pode causar um melhor desempenho corporativo, mas a empresa pode já ter adotado melhores práticas de governança (como maior transparência das suas informações) em função de um bom desempenho anterior.

Os exemplos acima, segundo Börsch-Supan e Köke (2000, p. 3), decorrem do fenômeno de causalidade reversa estrutural presente nos estudos de governança corporativa. Esse fenômeno se assemelha com o que Asti Vera (1980, p. 141) denomina por falácia de confundir a causa com o efeito. Segundo o autor, essa falácia consiste em tomar a causa pelo efeito e o efeito pela causa.

Outro tipo de endogeneidade, chamada de correlação espúria, ocorre quando uma variável não observável influencia simultaneamente as variáveis de governança e as variáveis de desempenho utilizadas. Um exemplo deste tipo de problema é citado por Himmelberg *et al.* (1999, p. 359): assumamos que existem duas empresas, A e B, e que a empresa A possui mais poder de mercado do que a empresa B. Se a competição no mercado de produtos tiver um efeito disciplinador sobre os gestores, então será necessário um maior monitoramento sobre os executivos da empresa A, sujeita a menor concorrência. Como consequência, os executivos da empresa A deveriam receber uma fração maior de ações para alinhar seus interesses com o dos acionistas. Entretanto, devido ao seu maior poder de mercado, a empresa A obteria maiores margens de lucro do que a empresa B. Desta forma, empiricamente haveria uma correlação positiva entre percentual de ações em posse dos executivos e desempenho corporativo. Essa correlação refletiria uma correlação espúria entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo, e não um relacionamento causal, haja vista que uma variável relevante (poder de mercado) não estaria sendo observada. O problema da correlação espúria é semelhante ao que Asti Vera (1980, p. 141) denomina por falácia da causa comum. Segundo o autor, essa falácia ocorre quando dois fatos estão relacionados entre si, nenhum deles é a causa do outro e ambos podem ser causados por um terceiro acontecimento.

Do ponto de vista econométrico, Börsch-Supan e Köke (2000, p. 4) analisam formalmente o problema da causalidade reversa da seguinte maneira:

Assumindo que o modelo verdadeiro possa ser escrito como:

$$DESEMP = \beta * GOV + \varepsilon, e$$

Equação 17

$$GOV = \gamma * DESEMP + \eta$$

Equação 18

Onde:

DESEMP - Variável de desempenho corporativo;

GOV - Variável de governança corporativa (estrutura de propriedade, conselho de administração, nível de governança corporativa, etc.);

$$E(\varepsilon) = E(\eta) = 0;$$

$$\text{cov}(\varepsilon, \eta) = \sigma_{\varepsilon\eta}$$

Se apenas a Equação 17 for estimada pelo método dos mínimos quadrados ordinário (OLS), então obter-se-ia:

$$\hat{\beta} = \frac{\text{cov}(GOV, DESEMP)}{\text{var}(GOV)} = \frac{\text{cov}(GOV, \beta * GOV + \varepsilon)}{\text{var}(GOV)} = \beta + \frac{\text{cov}(GOV, \varepsilon)}{\text{var}(GOV)}$$

Equação 19

A covariância entre a governança corporativa e o termo de erro ($\text{cov}(GOV, \varepsilon)$) poderia ser avaliada substituindo *GOV* pela Equação 18:

$$\begin{aligned} \text{cov}(GOV, \varepsilon) &= \text{cov}(\gamma * DESEMP + \eta, \varepsilon) = \\ &= \text{cov}[\gamma(\beta * GOV + \varepsilon) + \eta, \varepsilon] = \gamma\sigma_{\varepsilon}^2 + \beta\gamma \text{cov}(GOV, \varepsilon) + \sigma_{\varepsilon\eta} \end{aligned}$$

Equação 20

Organizando a equação, tem-se que: $\text{cov}(GOV, \varepsilon) = \frac{\gamma\sigma_\varepsilon^2 + \sigma_{\varepsilon\eta}}{1 - \beta\gamma}$. Segundo Börsch-

Supan e Köke (2000, p. 4), se $\gamma \neq 0$ ou $\sigma_{\varepsilon\eta} \neq 0$, então o coeficiente estimado $\hat{\beta}$ será enviesado e inconsistente. Como grande parte dos estudos sobre governança corporativa utiliza técnicas de regressão linear simples e múltipla pelo método dos mínimos quadrados e os casos de causalidade reversa citados são muito prováveis de ocorrerem, pode-se afirmar que o problema de causalidade reversa constitui a mais séria limitação às pesquisas sobre governança corporativa.

Em resumo, poucas conclusões sobre o impacto da governança corporativa podem ser extraídas sem levar em consideração o problema da causalidade reversa. A utilização de dados em painel, particularmente por meio do procedimento de efeitos fixos ou primeiras diferenças, é considerada por Himmelberg *et al.* (1999) e por Börsch-Supan e Köke (2000) como mecanismo necessário para mitigar o problema da causalidade reversa, pois leva em conta o componente não observável (constante ao longo do tempo) de heterogeneidade da empresa. No presente estudo, são utilizados dados em painel pelo procedimento de efeitos aleatórios e efeitos fixos a fim de corrigir as diferenças não observáveis entre as empresas, mitigando o problema de causalidade reversa. É importante ressaltar que o procedimento de efeitos fixos possui uma importante limitação: caso as diferenças não observáveis entre as empresas variem ao longo do tempo, os coeficientes serão inconsistentes e enviesados, repetindo os problemas obtidos pela utilização do método dos mínimos quadrados.

Além da análise de dados em painel, a aplicação da abordagem de equações simultâneas na relação entre mecanismos de governança e desempenho corporativo empregada na presente pesquisa também tem potencial para capturar os mecanismos de causalidade reversa, mitigando esse problema. Os ainda escassos estudos sobre governança corporativa que utilizam a abordagem de equações simultâneas são chamados por Becht *et al.*

(2002) de estudos de “terceira geração”, devido ao que os autores consideram de “econometria amplamente melhorada”, diferenciando-os significativamente dos estudos que utilizam métodos de equações isoladas. Entretanto, como os resultados do sistema de equações simultâneas são muito sensíveis à escolha dos instrumentos e não existe uma base teórica apropriada para escolha dos instrumentos, não se pode ter certeza que a abordagem de equações simultâneas é superior aos modelos de equações isoladas para testar a interação entre governança e desempenho. Bøhren e Ødegaard (2003, p.3) argumentam inclusive que, até a teoria sobre governança corporativa estar desenvolvida para melhor especificar a natureza endógena dos mecanismos de governança, os chamados modelos de “terceira geração” podem se mostrar inclusive inferiores aos modelos de equações isoladas.

3.4.2 Variáveis Ausentes

O problema de variáveis ausentes (omitidas) ocorre quando variáveis independentes relevantes não estão presentes no modelo estimado. Se isto ocorrer, os estimadores dos coeficientes podem ser viesados. Segundo Copeland, Weston e Shastri (2005, p. 918) as tentativas iniciais de testar a relação entre estrutura de capital e valor apresentavam este problema, já que os trabalhos empíricos foram feitos antes do desenvolvimento de um modelo teórico e, portanto, muitas variáveis relevantes eram freqüentemente ignoradas. Como consequência, os resultados desses estudos eram viesados. O mesmo problema pode ocorrer com os atuais estudos sobre governança corporativa, que é uma linha de pesquisa relativamente nova e carente de modelos teóricos.

Börsch-Supan e Köke (2000, p. 10) afirmam que o problema de variáveis ausentes pode ocorrer basicamente por dois motivos: indisponibilidade de dados ou desconhecimento da forma funcional correta, levando à utilização de modelos lineares sem a presença de termos com ordens maiores na equação estimada.

Em relação à indisponibilidade de dados, tem-se o exemplo da competição no mercado de produtos, que é uma variável que pode ser relevante porém raramente é utilizada nos estudos de governança corporativa. A hipótese é a de que a competição no mercado de produtos e a governança corporativa são substitutos parciais, já que estruturas de governança ruins podem ser contra-balançadas por uma competição muito intensa no mercado de produtos. Desta forma, a interação entre os mecanismos de governança corporativa e a competição enfrentada pela empresa pode ser importante, porém dificilmente é considerada. Esta questão é abordada formalmente por Börsch-Supan e Köke (2000, p. 11):

Assumindo que o modelo verdadeiro possa ser escrito como:

$$DESEMP = \alpha + \beta * GOV + \gamma * COMP + \varepsilon, e$$

Equação 21

Onde:

DESEMP - Variável de desempenho corporativo;

GOV - Variável de governança corporativa: estrutura de propriedade, conselho de administração, nível de governança corporativa, etc.;

COMP - Grau de competição enfrentado pela empresa no mercado de produtos.

Caso a análise seja feita levando em conta apenas as variáveis *DESEMP* e *GOV*, β seria estimado por:

$$\hat{\beta} = \beta + \frac{\text{cov}(GOV, \varepsilon)}{\text{var}(GOV)}$$

Equação 22

$\hat{\beta}$ seria um estimador enviesado se $\gamma \neq 0$ ou $\text{cov}(GOV, COMP) \neq 0$. Caso uma competição maior levasse a um pior desempenho corporativo (γ negativo), a competição por si só já reduziria parte dos custos de agência, levando a uma necessidade menor de mecanismos de governança corporativa. Haveria então uma possível relação negativa entre os

mecanismos de governança e o grau de competição enfrentado pela empresa ($cov(GOV, COMP) < 0$), contribuindo para uma estimação excessiva do impacto do mecanismo de governança em estudo sobre o desempenho corporativo.

Em relação ao desconhecimento da forma funcional correta, diversos estudos buscam uma relação linear entre concentração da propriedade e desempenho, ou entre tamanho do conselho e desempenho. A questão é que o impacto desses mecanismos de governança sobre o desempenho corporativo pode seguir, por exemplo, uma relação quadrática ao invés de linear. Deixar de lado a possibilidade de um relacionamento quadrático, com um ponto de mínimo ou máximo, faz com que o modelo fique eventualmente incompleto e o coeficiente estimado da variável de governança corporativa eventualmente enviesado.

A fim de diminuir os problemas causados pela possível ausência de variáveis relevantes, a presente pesquisa utiliza as principais variáveis relacionadas a governança corporativa e estrutura de propriedade identificadas na literatura, além de utilizar variáveis de controle como tipo do acionista controlador, índice de *payout*, liquidez da ação e setor de atuação em todas as especificações. Entretanto, o problema de variáveis ausentes pode persistir, haja vista que não foi possível coletar variáveis relacionadas ao percentual de ações em posse dos executivos³⁹ e à remuneração dos gestores⁴⁰, que são importantes mecanismos de governança corporativa. Para mitigar o problema de desconhecimento da forma funcional correta, foram realizados testes alternativos incluindo termos polinomiais quadráticos para as principais variáveis de estrutura de propriedade e governança corporativa do estudo.

³⁹ As companhias abertas brasileiras são obrigadas a divulgar a identidade apenas dos acionistas que possuem mais do que 5% (cinco por cento) de suas ações. Desta forma, não foi possível mensurar o percentual de ações em posse de executivos que possuam eventualmente menos que 5% das ações da companhia.

⁴⁰ As companhias abertas brasileiras não são obrigadas a publicar a forma nem os montantes de remuneração individual dos seus administradores.

3.4.3 Seletividade da Amostra

A maioria dos estudos sobre governança analisa apenas as empresas grandes e, dentre elas, as listadas na bolsa de valores. Isto ocorre porque geralmente são as únicas empresas com dados disponíveis. Segundo Börsch-Supan e Köke (2000, p. 2), as companhias de maior porte e listadas provavelmente já são as mais rentáveis, induzindo ao viés de seleção da amostra quando se analisa a relação entre mecanismos de governança e desempenho corporativo. Formalmente, segundo os autores, os coeficientes estimados não serão viesados apenas se a esperança do termo de erro condicional às variáveis exógenas for zero. No modelo $DESEMP = \beta * GOV + \varepsilon$, a condição $E(\varepsilon|GOV) = 0$ deve ser satisfeita para $\hat{\beta}$ não ser viesado. Caso a amostra não seja selecionada aleatoriamente, isto é, se a probabilidade de as empresas estarem na amostra for correlacionada com a variável endógena, a condição não ocorrerá e $\hat{\beta}$ será viesado.

Como exemplo, se a decisão de listar ações em bolsa depender do desempenho corporativo, a probabilidade de uma empresa estar na amostra será influenciada pela variável endógena e os parâmetros serão inconsistentes e viesados. Segundo Börsch-Supan e Köke (2000, p. 18), assumir que o desempenho corporativo é uma variável irrelevante para a decisão de listar ações em bolsa é com certeza uma hipótese muito forte. A direção do viés de $\hat{\beta}$ dependerá da covariância entre GOV e ε . Caso $E(\varepsilon|GOV)$ seja conhecida, este valor poderia ser incluído na regressão, gerando estimadores não viesados. A seletividade da amostra, portanto, é um caso especial do problema de variáveis omitidas.

Desta forma, o comportamento das empresas influencia a probabilidade de uma determinada companhia fazer parte de uma análise sobre governança corporativa. Como exemplo, a decisão da empresa de fechar seu capital, listar suas ações em bolsa, sair do mercado ou se fundir com outra companhia influencia sua probabilidade de estar na amostra.

Os incentivos para abrir o capital podem ser diferentes entre os países, sendo provavelmente afetados por variáveis não observáveis específicas às empresas ou por arranjos institucionais. Segundo Pagano e Röel *apud* Börsch-Supan e Köke (2000, p. 19) a probabilidade de uma empresa estar na amostra depende de boas oportunidades de investimento, que aumentam a necessidade de capital, que, por sua vez, aumenta a probabilidade da empresa abrir seu capital. Além da decisão de listar ações em bolsa, a decisão de sair do mercado ou fechar o capital também pode enviesar uma amostra, já que a utilização de uma amostra apenas com empresas sobreviventes faz com que apenas as melhores ou mais rentáveis sejam analisadas. Como a decisão de sair do mercado pode ter uma forte correlação com uma falha dos mecanismos de governança corporativa nessas empresas, deixa-se de aproveitar importantes informações (que passam a ser incluídas no termo de erro das regressões).

A utilização apenas de companhias abertas com ações listadas em bolsa, embora possa enviesar a relação entre mecanismos de governança e desempenho para todas as empresas, pode ser defendida com base no argumento de que apenas nessas empresas ocorre real separação entre propriedade e controle, condição necessária para existência de problemas de governança corporativa. Ademais apenas as empresas abertas podem emitir títulos e valores mobiliários junto aos investidores, que são os principais prejudicados por eventuais problemas de governança corporativa. A utilização de dados em painel por meio do procedimento de efeitos fixos contribui para mitigar o problema de seletividade da amostra na presente pesquisa, já que não exige que uma determinada empresa possua informações disponíveis para todos os anos do estudo (aplicação de painel não balanceado).

3.4.4 Erro de Mensuração nas Variáveis

O erro de mensuração ocorre quando as variáveis endógenas ou exógenas são mensuradas incorretamente. Como exemplo, os mecanismos de governança corporativa visam a melhorar o desempenho corporativo, porém não há um consenso sobre como o desempenho

deva ser medido. Segundo Börsch-Supan e Köke (2000, p. 23), um erro de mensuração das variáveis endógenas não envies os coeficientes estimados (já que o termo de erro captura a variação adicional), porém os resultados estimados provavelmente apresentarão significância estatística menor. Já um eventual erro de mensuração das variáveis exógenas, entretanto, faz com que os coeficientes estimados sejam viesados e inconsistentes. O problema de erro de mensuração de variáveis exógenas é abordado formalmente por Börsch-Supan e Köke (2000, p. 24): assumindo que o verdadeiro modelo de regressão seja $y = \beta x^* + \varepsilon$ e que o verdadeiro x^* seja calculado com um erro ν , observa-se $x = x^* + \nu$ de forma que:

$$\hat{\beta} = \frac{\text{cov}(x, y)}{\text{var}(x)} = \frac{\text{cov}(x^* + \nu, \beta x^* + \varepsilon)}{\text{var}(x)}$$

Equação 23

Expandindo a covariância pela adição e subtração de $\beta\nu$, tem-se:

$$\hat{\beta} = \frac{\text{cov}(x^* + \nu, \beta x^* + \beta\nu - \beta\nu + \varepsilon)}{\text{var}(x)} = \frac{\text{cov}[x^* + \nu, \beta(x^* + \nu) - \beta\nu + \varepsilon]}{\text{var}(x)} = \beta \left(1 - \frac{\sigma_\nu^2}{\sigma_x^2} \right)$$

Equação 24

desde que $\text{cov}(\varepsilon, \nu) = \text{cov}(x^*, \varepsilon) = \text{cov}(x^*, \nu) = 0$. Se houver ruído na mensuração da variável exógena x , isto é, se $\sigma_\nu^2 > 0$, segue que:

$$|\beta| > \left[|\beta| \left(1 - \frac{\sigma_\nu^2}{\sigma_x^2} \right) \right] > 0$$

Equação 25

já que $\sigma_x^2 > \sigma_\nu^2$. Portanto, β será viesado em direção a zero e os efeitos estimados das variáveis mensuradas incorretamente serão menores em valores absolutos do que na realidade.

A fim de amenizar os problemas causados pelo possível erro de mensuração das variáveis, são utilizadas na presente pesquisa medidas alternativas de desempenho

corporativo. Duas medidas de desempenho, Q e VF, são baseadas no valor de mercado das ações, enquanto três outras medidas, LOAT, LOPAT e LAJIRDA, são baseadas nos resultados contábeis. Uma eventual robustez dos resultados a especificações distintas da variável de desempenho corporativo indicaria uma relação mais confiável entre mecanismos de governança e desempenho. Por outro lado, uma eventual falta de congruência dos resultados quando da utilização de variáveis distintas de desempenho corporativo indicaria uma relação entre governança e desempenho dependente das variáveis escolhidas, sugerindo que estudos sobre o mesmo tema possam vir a apresentar resultados bem distintos⁴¹.

Em relação às variáveis de governança corporativa e às variáveis independentes, a mensuração correta depende da qualidade dos dados disponibilizados pelas empresas. Como exemplo, o preenchimento incorreto do relatório IAN (Informações Anuais) da CVM pela empresa pode distorcer as variáveis de estrutura de propriedade e conselho de administração. Além disso, os problemas de governança corporativa ocorridos principalmente a partir do ano de 2002 nos mercados norte-americano e europeu aumentaram a percepção de que as informações contábeis possam eventualmente não refletir fielmente os números das empresas. Desta forma, critérios contábeis pouco claros e manipulação dos números da companhia podem gerar erros de mensuração das variáveis e estimativas distorcidas dos resultados.

⁴¹ Os resultados obtidos por Bøhren e Ødegaard (2003, p.3) apontam nesta direção. Os autores afirmam que a escolha da medida de desempenho parece ser importante, já que poucos resultados obtidos utilizando o Q de Tobin se mantêm quando os autores utilizam outras variáveis alternativas, como retorno sobre ativos ou retorno sobre o valor de mercado do patrimônio líquido.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 1 apresenta o índice de governança (IGOV) obtido junto à amostra do estudo⁴².

#	Empresa	IGOV	#	Empresa	IGOV	#	Empresa	IGOV	#	Empresa	IGOV
1	Petrobras	16	35	Fras-Le	9	80	Albarus	6	112	Iven	4
1	Ultrapar	16	35	Gerdau Met	9	80	Alpargatas	6	112	Kepler Weber	4
3	Brasil T Par	14	35	Iochp-Maxion	9	80	Cerj	6	112	Magnesita	4
3	Escelsa	14	35	Light	9	80	Cesp	6	112	Mendes Jr	4
3	Vale Rio Doce	14	35	Marcopolo	9	80	Cia Hering	6	112	Pronor	4
6	Ambev	13	35	Seara Alim	9	80	Cim Itau	6	112	Renner Particip	4
6	Brasil Telecom	13	35	Tele Centroeste Cel	9	80	Confab	6	112	Sansuy	4
6	Copel	13	35	Tele Norte Celular	9	80	Dixie Toga	6	112	Teka	4
6	Net	13	35	Tupy	9	80	Eletropaulo Metro	6	112	Tele Leste Celular	4
6	Petroflex	13	35	Usiminas	9	80	Globex	6	112	Tele Sudeste Celula	4
6	Sabesp	13	51	Aracruz	8	80	Gradiente	6	131	Bic Caloi	3
12	Belgo Mineira	12	51	CCR Rodovias	8	80	Ipiranga Dist	6	131	CRT Celular	3
12	Braskem	12	51	Comgas	8	80	Petroquimica Uniao	6	131	EMAE	3
12	Duralex	12	51	CPFL Geracao	8	80	Telesp Operac	6	131	Fosfertil	3
12	Gerdau	12	51	Enersul	8	95	AES Elpa	5	131	Guararapes	3
12	Perdigao	12	51	Klabin	8	95	AES Tiete	5	131	Índs Romi	3
12	Sadia SA	12	51	Paul F Luz	8	95	Avipal	5	131	Lix da Cunha	3
12	Sid Nacional	12	51	Rossi Resid	8	95	CEB	5	131	Multibras	3
12	Tele Celular Sul	12	51	Santista Textil	8	95	Dimed	5	131	Plascar	3
12	Telemar Norte Leste	12	51	Saraiva Livr	8	95	Elektro	5	131	Recrusul	3
21	Cemig	11	51	Suzano Petroquim	8	95	Inepar Energia	5	131	Ripasa	3
21	Embraer	11	51	Tele Nordeste Celul	8	95	Ipiranga Pet	5	142	Bardella	2
21	Itautec	11	51	Tractebel	8	95	Ipiranga Ref	5	142	Brasmotor	2
21	Pao de Acucar	11	51	Weg	8	95	Latasa	5	142	Brazil Realt	2
21	Sid Tubarao	11	65	Acos Villares	7	95	Metal Leve	5	142	Fertibras	2
21	Unipar	11	65	Caemi Metal	7	95	Metisa	5	142	Forjas Taurus	2
27	Copesul	10	65	Cremer	7	95	Portobello	5	142	Inepar Construcoes	2
27	Ideiasnet	10	65	Eternit	7	95	Telefonica Data Hld	5	142	Mangels	2
27	Loj Americanas	10	65	Gera Paranapanema	7	95	Trevisa	5	142	Pettenati	2
27	Sanepar	10	65	Joao Fortes	7	95	Trikem	5	142	Polialden	2
27	Souza Cruz	10	65	Mont Aranha	7	95	Wembley	5	142	Sao Carlos	2
27	Telemig Celul Part	10	65	Paranapanema	7	112	Bunge Brasil	4	142	Schulz	2
27	Telemig Celular	10	65	Politeno	7	112	Cacique	4	142	Tectoy	2
27	Telesp Cel Part	10	65	Randon Part	7	112	Cambuci	4	142	Trafo	2
35	Bahia Sul	9	65	Rhodia-Ster	7	112	Celesc	4	142	Usin C Pinto	2
35	Coelba	9	65	Suzano	7	112	Coteminas	4	142	Vigor	2
35	Cosipa	9	65	Telemar	7	112	Electrolux	4	142	Wetzel	2
35	Eletrobras	9	65	Trans Paulista CTEEP	7	112	Embraco	4	142	Wiest	2
35	Embratel Part	9	65	Vicunha Textil	7	112	Ferbasa	4	159	Estrela	1
35	F Cataguazes	9	80	Acesita	6	112	Grazziotin	4	159	Minupar	1
									159	Rasip Agro Pastoril	1

Tabela 1. Índice de governança corporativa (IGOV) das empresas brasileiras.

⁴² Os apêndices A e B descrevem, respectivamente, os critérios utilizados para elaboração do índice e a pontuação atribuída a cada empresa por critério de avaliação.

O índice de governança corporativa (IGOV) das empresas pertencentes à amostra apresenta as seguintes estatísticas descritivas:

Variável	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo	Amostra (Empresas)
IGOV	6,76	3,49	1,00	4,00	6,00	9,00	16,00	161

Tabela 2. Estatísticas descritivas do índice de governança corporativa (IGOV).

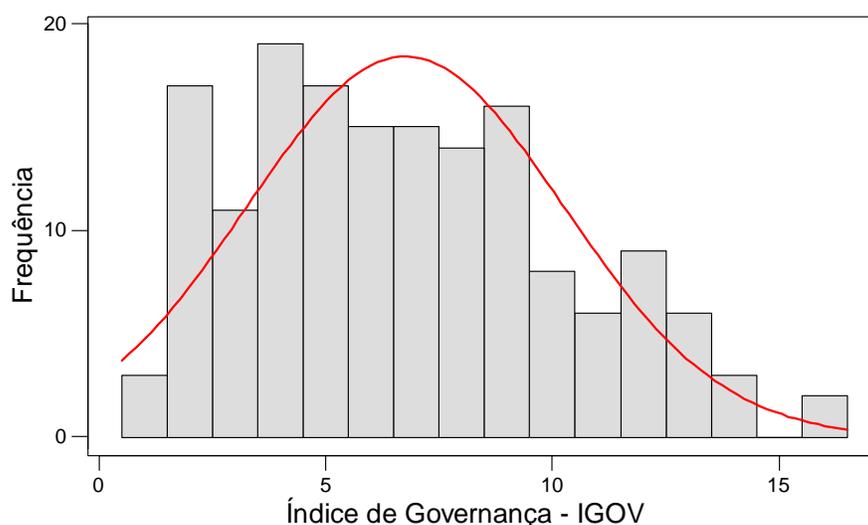


Figura 18 – Histograma com curva Normal do índice de governança corporativa (IGOV).

Segundo a Tabela 2, o índice de governança (IGOV) médio obtido foi de 6,76, com 75% das empresas apresentando um IGOV igual ou inferior a 9 (nove). O valor médio obtido para o IGOV pode ser considerado baixo, tendo em vista a aplicação de diversas questões que versavam sobre aspectos básicos de acesso às informações e transparência das empresas. Merecem destaque as empresas com maior IGOV, Petrobras e Ultrapar. Na seqüência, a Tabela 3 descreve de forma mais detalhada os resultados obtidos para o índice, apresentando o percentual de empresas cujas respostas foram consideradas positivas (“sim”) para cada pergunta do IGOV.

#	Pergunta do índice de governança (IGOV)	Percentual de empresas com respostas consideradas positivas (“sim”)
1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?	44,7%
2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa?	16,1%
3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?	35,4%
4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?	40,4%
5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?	46,6%
6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	22,4%
7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento explica a remuneração global dos executivos?	15,5%
8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?	19,3%
9	O RA ou <i>website</i> inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?	1,9%
10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?	3,7%
11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração (CA) são ocupados por pessoas diferentes?	62,7%
12	A empresa possui um CA com 5 a 9 membros?	62,8%
13	Mais do que 80% do CA é composto por conselheiros externos?	55,3%
14	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?	21,1%
15	A empresa não possui Acordo de Acionistas.	70,8%
16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?	11,8%
17	As preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?	38,5%
18	O controlador possui menos do que 70% do total de ordinárias?	38,6%
19	O excesso (DIF) de direitos de voto (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?	52,8%
20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?	15,5%

Tabela 3. Percentual de empresas com respostas consideradas positivas às questões do IGOV.

Os resultados da Tabela 3 mostram que menos da metade (44,7%) das empresas disponibilizam seus relatórios anuais via Internet para os investidores, e que apenas 16,1% das companhias disponibilizam documentos relativos ao modelo e práticas de governança

corporativa adotadas no seu *website*. Ademais, percebe-se um conteúdo relativamente pobre dos Relatórios Anuais, principalmente em termos de explicação sobre as práticas de governança implementadas (22,4%) e sobre a política de remuneração dos executivos (15,5%). Contatou-se ainda que menos de um quinto (19,3%) das empresas apresentam os demonstrativos financeiros convertidos para normas contábeis internacionais (US-GAAP ou IAS-GAAP). Como destaque negativo, observou-se uma ausência quase completa de empresas que mostram o resultado do período com base em alguma métrica de valor adicionado com base no lucro econômico (3,7%). Tendo em vista que a principal função dos gestores é gerar valor para os acionistas, essa constatação pode ser considerada surpreendente, já que raramente as companhias reportam se estão criando ou destruindo valor para os acionistas. Em relação à estrutura do conselho de administração observou-se, em linhas gerais, que as empresas possuem um conselho adequado (ao menos formalmente) às práticas recomendadas de governança, com pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho (62,7%), conselhos compostos por cinco a nove membros (62,8%) e por grande maioria de externos (55,3%). A emissão exclusiva de ações ordinárias é pouco freqüente entre as companhias (11,8%), bem como a concessão de *tag along* aos detentores de ações preferenciais (15,5%) pelas empresas emissoras de duas classes de ações. As estatísticas descritivas das demais variáveis de governança corporativa e estrutura de propriedade são apresentadas na Tabela 4.

	Estrutura do conselho de administração			Estrutura de Propriedade			Empresas (Amostra)	
	DE	BSZ	OUT	CON	PROP	DIF		
Média	1998	38,51%	6,99	82,33%	72,73%	48,39%	24,34%	148
	1999	40,13%	7,16	82,56%	72,79%	49,01%	23,79%	152
	2000	41,03%	7,18	82,44%	73,55%	50,36%	23,19%	156
	2001	36,48%	7,01	83,69%	74,98%	52,15%	22,82%	159
	2002	37,27%	7,25	83,75%	75,39%	53,54%	21,84%	161
	Média	38,66%	7,12	82,96%	73,92%	50,74%	23,17%	
Amostra total	Desvio	-	3,04	13,62%	20,22%	23,80%	18,34%	
	1º Quartil	-	5,00	71,43%	57,29%	31,52%	7,14%	
	Mediana	-	7,00	83,30%	75,97%	49,10%	22,79%	776
	3º Quartil	-	9,00	100,00%	91,60%	68,99%	34,60%	
	IC (95%)	-	6,90	82,00%	72,49%	49,07%	21,88%	
	Média	-	7,33	83,93%	75,34%	52,42%	24,46%	

Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis de conselho e estrutura de propriedade.

Na Tabela 4, observa-se que a ocorrência de unificação dos cargos de diretor executivo (presidente da empresa) e presidente do conselho ocorre em cerca de 38,7% das companhias (variável DE). Não se observa uma tendência clara de aumento da proporção de empresas com separação dos cargos entre 1998 e 2002. Esta é uma informação importante, já que essa é considerada uma boa prática de governança corporativa e durante o período em questão houve um aumento da pressão sobre as empresas para adoção de melhores práticas de governança. Com relação ao tamanho do conselho de administração (BSZ) os conselhos das companhias abertas brasileiras têm, em média, 7,2 membros. Este tamanho é adequado ao recomendado pelos códigos de governança do IBGC e da CVM, que sugerem que o conselho deva ter de cinco a nove membros. Com relação à composição do conselho de administração (OUT), o conselho médio da companhia aberta brasileira é composto em sua grande maioria por conselheiros externos, que não desempenham atividades executivas na companhia. À primeira vista, esta alta proporção de conselheiros externos (média geral de 82,9%) pode ser

interpretada como uma percepção de independência do órgão e adequação das companhias às recomendações dos principais códigos de governança. Entretanto, a aparente independência dos conselhos das companhias abertas brasileiras deve ser questionada. Em primeiro lugar, o alto índice de externos era esperado, haja vista que a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) define que no máximo um terço do conselho pode ser composto por diretores da companhia (parágrafo 1º do artigo 143)⁴³. Desta forma, já existe uma determinação legal de que os conselhos brasileiros devam ser compostos com maioria de membros externos. Em segundo lugar, a maioria dos membros externos é composta por conselheiros indicados pelo acionista controlador para representar seus interesses, e não por conselheiros profissionais sem vínculos com a companhia. Este argumento é corroborado por Dutra e Saito (2002), que analisam detalhadamente a composição do conselho de administração de 142 companhias abertas brasileiras e concluem que os conselhos são amplamente dominados por representantes de acionistas controladores (49% dos membros), com pequena participação de profissionais independentes (21% dos membros). Como a aproximação para independência do conselho utilizada nesta pesquisa leva em conta apenas a proporção dos externos, a existência de conselheiros externos porém não independentes constitui uma séria limitação da variável.

Ainda em relação a Tabela 4, a concentração média de votos dos acionistas controladores (*CON*) nas empresas brasileiras é alta, apresentando média geral de 73,9%. Ademais, a concentração média aumentou durante o período da amostra, de 72,7% em 1998 para 75,4% em 2002. A concentração média do total de ações em posse pelos controladores (*PROP*) é bem menor (50,7% em média), porém em nível superior à metade do capital total das empresas. A concentração média da propriedade também cresceu em todos os anos, passando de 48,4% em 1998 para 53,5% em 2002. Ressalta-se, ainda a expressiva disparidade

⁴³ Segundo o texto original da Lei, “Os membros do conselho de administração, até o máximo de um terço, poderão ser eleitos para cargos de diretores”.

entre a concentração dos direitos de controle e de propriedade, cujo valor médio é de 23,2% (73,9% – 50,7%) para o período da amostra. Não obstante, a referida disparidade reduziu-se ano após ano, passando de 24,3% em 1998 para 21,8% em 2002, uma vez que a concentração da propriedade cresceu mais rapidamente do que a concentração do direito de voto.

		Q	VF	LOPAT	LOAT	LAJIRDA	Empresas (Amostra)
Média	1998	0,45	0,39	5,72%	6,40%	9,43%	148
	1999	0,77	0,70	6,80%	-2,61%	10,99%	152
	2000	0,68	0,62	7,83%	2,50%	11,89%	156
	2001	0,68	0,60	8,79%	2,39%	13,02%	159
	2002	0,71	0,52	8,68%	-0,85%	12,90%	161
Amostra total	Média	0,66	0,56	7,60%	1,53%	11,69%	776
	Desvio	0,59	0,46	7,82%	14,55%	8,52%	
	1º Quartil	0,39	0,31	3,48%	-1,60%	6,63%	
	Mediana	0,59	0,47	7,90%	3,03%	11,81%	
	3º Quartil	0,81	0,68	11,63%	7,33%	16,98%	

Tabela 5. Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho.

Com relação às variáveis de desempenho, descritas na Tabela 5, constata-se, com base no Q de Tobin médio menor que 1 durante todo o período, que as empresas brasileiras têm papéis relativamente pouco valorizados. Isto que sugere que, em média, elas têm destruído valor, investido em projetos não maximizadores de valor para seus acionistas, ou não têm distribuído proventos para seus minoritários, ao menos na percepção do mercado. Observou-se também um retorno sobre o ativo com base no lucro operacional negativo nos anos de 1999 e 2002, com valores de -2,6% e -0,8%, respectivamente, provavelmente devido ao aumento do custo do endividamento no período. As estatísticas descritivas das demais variáveis de controle utilizadas são apresentadas na tabela a seguir:

		ALAV	%PREF	PAYOUT	LIQ	Receita (R\$ MM)	Empresas (Amostra)
	1998	27,34%	47,76%	19,40%	21,31%	1.212	148
	1999	30,02%	47,66%	40,23%	26,56%	1.377	152
Média	2000	30,22%	47,53%	83,67%	34,51%	1.809	156
	2001	31,76%	47,58%	55,47%	32,79%	2.175	159
	2002	34,69%	46,84%	205,34%	27,54%	2.555	161
	Média	30,88%	47,47%	83,65%	28,69%	1.841	
	Desvio	26,14%	21,74%	1030,92%	83,96%	4.449	
Amostra total	1º Quartil	16,53%	37,89%	0,00%	0,16%	272	776
	Mediana	29,38%	56,75%	27,44%	1,85%	722	
	3º Quartil	41,87%	63,92%	48,89%	15,46%	1.688	

Tabela 6. Estatísticas descritivas das principais variáveis de controle.

4.2 Determinantes da Governança Corporativa

Os resultados das regressões do índice de governança corporativa (IGOV) contra seus possíveis determinantes são apresentados na Tabela 7. Cada coluna corresponde a uma regressão distinta utilizando variáveis alternativas de estrutura de propriedade (*CON*, *PROP* e *DIF*) e de desempenho (valor - *Q* e rentabilidade - *LOAT* e *LAJIRDA*). Como exemplo, a coluna (1) representa uma regressão utilizando o direito de controle (*CON*) como variável de propriedade e *Q* de Tobin (*Q*) como variável de desempenho. Optou-se por omitir da tabela os resultados das regressões utilizando as variáveis de valor *VF* e de rentabilidade *LOPAT*, já que seus resultados foram similares aos obtidos utilizando *Q* e *LAJIRDA*, respectivamente.

De acordo com a Tabela 7, observou-se uma relação negativa significativa no nível de 5% entre a concentração de ações ordinárias pelo controlador (*CON*) e o nível de governança corporativa da empresa, sugerindo que a presença de um controlador forte em termos de direito de voto associa-se negativamente à qualidade da governança corporativa. Constatou-se também que, quanto maior o excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de

caixa do controlador (*DIF*), pior o nível de governança. Esse resultado pode ser considerado robusto, já que foi obtido para todas as regressões no nível de significância de 1%.

Os resultados das variáveis de desempenho sobre o nível de governança corporativa, embora com significância estatística apenas no caso da variável LAJIRDA, apontam para uma relação positiva, sugerindo que as empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança. Este resultado sinaliza que os estudos que visam a captar o impacto de mecanismos de governança sobre desempenho corporativo podem sofrer do problema econométrico de causalidade reversa, haja vista que o desempenho também parece causar impacto nas práticas de governança corporativa. Adicionalmente, observou-se que as empresas de maior porte e emissoras de ADRs possuem, em média, melhor governança, ambas no nível de significância de 1% em todas as especificações. A identidade do acionista controlador, a natureza das operações e as oportunidades futuras de crescimento não parecem ter impacto sobre o nível de governança corporativa. É importante ressaltar, entretanto, que a definição operacional adotada para as oportunidades futuras de crescimento na presente pesquisa é questionável.

IGOV									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CREC	0,049 (0,56)	0,018 (0,20)	0,005 (0,06)	0,043 (0,50)	0,012 (0,14)	0,002 (0,02)	0,049 (0,57)	0,019 (0,23)	0,006 (0,08)
log(REC)	2,254*** (4,84)	2,203*** (4,53)	1,854*** (3,92)	2,136*** (4,41)	2,071*** (4,12)	1,711*** (3,50)	1,848*** (3,87)	1,873*** (3,81)	1,573*** (3,27)
TANG	0,122 (0,53)	0,084 (0,35)	-0,027 (-0,12)	0,105 (0,45)	0,068 (0,29)	-0,031 (-0,14)	0,165 (0,73)	0,132 (0,56)	0,021 (0,09)
ADR	3,840*** (4,91)	4,025*** (5,03)	4,316*** (5,40)	4,012*** (5,13)	4,162*** (5,23)	4,242*** (5,58)	4,004*** (5,28)	4,123*** (5,31)	4,190*** (5,62)
BOV	0,020 (0,03)	-0,087 (-0,13)	0,356 (0,54)	0,033 (0,05)	-0,039 (-0,06)	0,425 (0,64)	0,280 (0,43)	0,133 (0,20)	0,552 (0,84)
CON	-2,604** (-2,16)			-2,340** (-1,96)			-2,652** (-2,27)		
PROP		0,213 (0,19)			0,455 (0,42)			0,088 (0,08)	
DIF			-4,464*** (-3,02)			-4,463*** (-3,16)			-4,336*** (-3,01)
Q	0,340 (1,04)	0,187 (0,55)	0,061 (0,19)						
LOAT				0,581 (0,38)	0,847 (0,54)	1,270 (0,84)			
LAJIRDA							7,873** (2,30)	7,007** (2,00)	6,427* (1,91)
IDENT 1	0,399 (0,37)	0,009 (0,01)	-0,553 (-0,52)	0,438 (0,40)	0,003 (0,00)	-0,520 (-0,49)	0,265 (0,25)	-0,099 (-0,09)	-0,683 (-0,65)
IDENT 2	1,505 (1,30)	1,340 (1,13)	0,895 (0,78)	1,608 (1,38)	1,470 (1,18)	0,993 (0,87)	1,668 (1,47)	1,480 (1,26)	0,995 (0,88)
IDENT 3	0,891 (0,75)	0,640 (0,53)	0,549 (0,47)	0,917 (0,77)	0,673 (0,56)	0,626 (0,54)	0,756 (0,65)	0,527 (0,44)	0,431 (0,38)
IDENT 4	1,909 (1,34)	1,807 (1,23)	1,053 (0,74)	1,907 (1,34)	1,780 (1,22)	1,066 (0,75)	1,628 (1,16)	1,587 (1,10)	0,857 (0,61)
PAYOUT	0,005 (0,48)	0,006 (0,59)	0,004 (0,43)	0,005 (0,51)	0,006 (0,62)	0,005 (0,47)	0,005 (0,55)	0,007 (0,65)	0,005 (0,49)
Intercepto	-6,123* (-1,95)	-7,564** (-2,41)	-3,873 (-1,19)	-5,213 (-1,64)	-6,677** (-2,12)	-2,949 (-0,91)	-4,433 (-1,44)	-6,370** (-2,11)	-3,127 (-1,01)
R² ajust.	47,2%	45,1%	49,1%	46,8%	45,1%	49,4%	49,1%	46,8%	50,7%
Prob. (F)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Empresas (n)	161	161	161	161	161	161	161	161	161

A variável dependente é o índice de governança corporativa (IGOV) especialmente construído conforme a seção 3.2.1. A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 3.2. Incluíram-se variáveis binárias para o setor de atuação (IND) das empresas nas regressões, as quais foram omitidas da tabela por limitação de espaço. Os dados são relativos ao ano de 2002. Os números em parênteses indicam a estatística *t*. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método dos mínimos quadrados e em todas as especificações o teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg não rejeitou a hipótese nula de variância constante (homocedasticidade) dos erros.

Tabela 7. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOV).

A aderência dos modelos aos pressupostos de um modelo de regressão linear foi avaliada por meio dos testes de heterocedasticidade de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg e de Cameron-Trivedi e do teste de normalidade de Jarque Bera. Os modelos não apresentaram

problemas de heterocedasticidade em todas as especificações. Alternativamente, foram realizadas regressões utilizando erros padrão robustos a heterocedasticidade, com os resultados se mantendo inalterados. Foram analisadas observações extremas (*outliers*) por meio da distância de Cook e dos resíduos *studentizados*. As principais conclusões foram mantidas em todos os modelos, com e sem as observações extremas. Finalmente, foram realizadas regressões robustas para todas as especificações, atribuindo um peso menor para os *outliers*. Novamente, os principais resultados foram mantidos.

Como existem questões sobre estrutura de propriedade compondo o IGOV, foram realizadas regressões excluindo as questões 18 e 19 do índice, diretamente relacionadas à concentração do direito de voto e ao excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores. Desta forma, foi construído um sub-índice de governança sem as questões 18 e 19, denominado IGOV18. Os resultados das regressões utilizando o IGOV18 como variável dependente são apresentados na Tabela 8. Os sinais dos coeficientes de todos os possíveis determinantes do nível de governança corporativa permaneceram inalterados, porém os coeficientes das variáveis *CON* e *DIF* deixaram de apresentar significância estatística. As variáveis de desempenho novamente sugerem uma relação positiva com a qualidade da governança, porém apenas com a variável LAJIRDA apresentando significância estatística.

IGOV18									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CREC	0,034 (0,40)	0,022 (0,26)	0,025 (0,30)	0,029 (0,34)	0,015 (0,18)	0,021 (0,25)	0,035 (0,43)	0,024 (0,29)	0,025 (0,31)
log(REC)	2,087*** (4,60)	2,022*** (4,36)	1,944*** (4,16)	1,953*** (4,15)	1,867*** (3,90)	1,787*** (3,69)	1,713*** (3,69)	1,689*** (3,62)	1,605*** (3,40)
TANG	0,084 (0,37)	0,056 (0,25)	0,036 (0,16)	0,074 (0,33)	0,043 (0,19)	0,025 (0,11)	0,131 (0,59)	0,109 (0,49)	0,085 (0,38)
ADR	3,921*** (5,15)	3,999*** (5,24)	3,989*** (5,28)	4,075*** (5,37)	4,145*** (5,47)	4,126*** (5,46)	4,040*** (5,48)	4,085*** (5,54)	4,083*** (5,58)
BOV	0,310 (0,49)	0,332 (0,52)	0,468 (0,72)	0,341 (0,53)	0,393 (0,61)	0,540 (0,83)	0,564 (0,89)	0,560 (0,88)	0,695 (1,08)
CON	-0,293 (-0,25)			-0,090 (-0,08)			-0,412 (-0,36)		
PROP		0,642 (0,60)			0,884 (0,86)			0,478 (0,47)	
DIF			-1,673 (-1,15)			-1,904 (-1,32)			-1,589 (-1,12)
Q	0,226 (0,71)	0,157 (0,48)	0,157 (0,50)						
LOAT				0,980 (0,65)	1,152 (0,77)	1,196 (0,80)			
LAJIRDA							7,625** (2,29)	7,279** (2,18)	7,269** (2,20)
PAYOUT	0,004 (0,38)	0,004 (0,40)	0,003 (0,33)	0,004 (0,42)	0,004 (0,44)	0,003 (0,36)	0,004 (0,44)	0,004 (0,46)	0,004 (0,40)
Intercepto	-7,667** (-2,13)	-7,850** (-2,23)	-6,845* (-1,90)	-7,117* (-1,97)	-7,226** (-2,05)	-6,046* (-1,67)	-6,811* (-1,93)	-7,172** (-2,09)	-6,235* (-1,78)
R² ajust.	46,8%	46,9%	47,4%	46,8%	47,1%	47,5%	48,8%	48,9%	49,4%
Prob. (F)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Empresas (n)	161	161	161	161	161	161	161	161	161

A variável dependente é o índice de governança corporativa após a exclusão das questões 18 e 19 (IGOV18), diretamente relacionadas à concentração do direito de voto e ao excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores. A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 3.2. Incluíram-se variáveis binárias para o setor de atuação (IND) das empresas e para a identidade dos acionistas controladores (IDENT) nas regressões, as quais foram omitidas da tabela por limitação de espaço. Os dados são relativos ao ano de 2002. Os números em parênteses indicam a estatística t. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método dos mínimos quadrados e em todas as especificações o teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg não rejeitou a hipótese nula de variância constante dos resíduos.

Tabela 8. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOV18).

Com base na comparação dos resultados das regressões utilizando IGOV (Tabela 7) e IGOV18 (Tabela 8) como variáveis dependentes, constatou-se que apenas as variáveis de estrutura de propriedade (*CON*, *PROP* e *DIF*) apresentaram mudança de significância estatística, sugerindo uma maior sensibilidade da relação entre estrutura de propriedade e nível de governança de acordo com a aproximação utilizada para qualidade da governança corporativa. Antes da realização dos testes, o sentido proposto da relação entre nível de

governança e as variáveis de estrutura de propriedade não era claro de antemão. Como exemplo, uma maior concentração de ações ordinárias em posse do controlador poderia fazer a empresa apresentar um pior nível de governança corporativa em decorrência do seu maior direito de voto, mas poderia, por outro lado, levar a empresa a adotar boas práticas de governança como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação. Além disso, é importante ressaltar que o IGOV é composto por quatro dimensões que podem ser agrupadas em duas grandes categorias: acesso e conteúdo das informações corporativas (questões 1 a 10), que envolve a tentativa de a companhia mostrar transparência; e estrutura de governança (questões 11 a 20), que envolve o processo decisório da alta gestão por meio do conselho de administração e da propriedade e controle das ações.

Durante a coleta de dados e construção do IGOV, constatou-se que algumas empresas apresentavam alta pontuação na categoria acesso e conteúdo das informações e baixa pontuação na categoria estrutura de governança, e vice-versa. Desta forma, seria possível que a relação entre estrutura de propriedade e nível de governança apresentasse sentido diferente em função da aproximação utilizada para a qualidade da governança corporativa. Como forma de testar esta hipótese, foram construídos três sub-índices: IGOV10, abrangendo apenas as dez primeiras questões do IGOV (categoria acesso e conteúdo das informações); IGOV20, abrangendo apenas as dez últimas questões do IGOV (categoria estrutura de governança⁴⁴); e IGOV8, abrangendo as dez últimas questões do IGOV com exceção das questões 18 e 19, diretamente relacionadas à concentração do direito de voto e ao excesso de direito de voto em posse dos controladores. Os resultados das regressões das variáveis de estrutura de propriedade e controle contra os sub-índices de governança construídos, utilizando variáveis alternativas de desempenho, são apresentados na Tabela 9:

⁴⁴ Contempla as dimensões de estrutura do conselho e Administração e de estrutura de propriedade e controle das ações.

		IGOV	IGOV18	IGOV10	IGOV20	IGOV8
Q		-1,608 (-1,34)	0,409 (0,35)	0,168 (0,19)	-2,206*** (-2,93)	-0,066 (-0,11)
LOAT	CON	-1,308 (-1,10)	0,742 (0,65)	0,375 (0,42)	-2,230*** (-3,05)	-0,154 (-0,26)
LAJIRDA		-1,326 (-1,15)	0,691 (0,62)	0,184 (0,21)	-2,072*** (-2,78)	-0,159 (-0,27)
Q		1,025 (0,96)	1,893* (1,88)	-0,410 (-0,50)	1,649** (2,33)	1,991*** (3,55)
LOAT	PROP	1,782* (1,74)	2,080** (2,14)	-0,192 (-0,24)	1,560** (2,25)	1,423*** (2,67)
LAJIRDA		0,950 (0,96)	1,535* (1,64)	-0,376 (-0,48)	1,307* (1,90)	1,540*** (2,76)
Q		-4,672*** (-3,41)	-1,571 (-1,08)	1,278 (1,13)	-6,250*** (-8,42)	-3,152*** (-4,33)
LOAT	DIF	-4,945*** (-3,67)	-1,868 (-1,29)	1,094 (0,96)	-6,090*** (7,94)	-2,914*** (-4,08)
LAJIRDA		-4,512*** (3,41)	-1,256 (-0,90)	1,214 (1,10)	-6,055*** (-7,89)	-2,878*** (-3,99)

As células apresentam os coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade (CON, PROP e DIF) obtidos nas regressões contra diversas aproximações para a qualidade da governança corporativa (IGOV, IGOV18, IGOV10, IGOV20, IGOV8) utilizando variáveis alternativas de desempenho (Q, LOAT, LAJIRDA). IGOV representa o índice de governança descrito na seção 3.2.1. IGOV18 é o IGOV após a exclusão das questões 18 e 19. IGOV10 corresponde apenas às dez primeiras questões do IGOV. IGOV20 corresponde apenas às dez últimas questões do IGOV. IGOV8 corresponde às dez últimas questões do IGOV excluindo as questões 18 e 19. A definição das variáveis de estrutura de propriedade e de desempenho é apresentada na seção 3.2. As regressões incluíram todas as variáveis independentes apresentadas na Tabela 7, sendo omitidas para melhor evidenciar a relação entre estrutura de propriedade e medidas de governança corporativa. Os dados são relativos ao ano de 2002. Os números em parênteses indicam a estatística *t*. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas.

Tabela 9. Relação entre estrutura de propriedade e controle e medidas do nível de governança.

Os resultados da Tabela 9⁴⁵ mostram que, quando se utiliza o índice de governança completo (IGOV) ou alternativamente sem as questões 18 e 19 (IGOV18), existe uma relação positiva entre o direito sobre o fluxo de caixa do controlador (*PROP*) e o nível de governança e existe uma relação negativa entre o excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores (*DIF*) e o nível de governança. Esses resultados sugerem que a qualidade da governança corporativa pode ser vista como uma função da probabilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários decorrente da estrutura de propriedade e controle da companhia. Em outras palavras, quanto maior o excesso de direito de voto em posse do controlador, maior a probabilidade de expropriação dos

⁴⁵ É importante destacar que os resultados foram obtidos por meio de regressões robustas, enquanto os coeficientes reportados para IGOV e IGOV18 nas tabelas 6 e 7 foram obtidos pelos mínimos quadrados simples.

minoritários e pior a qualidade da governança corporativa. De maneira inversa, quanto maior o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador, menor a probabilidade de expropriação dos minoritários e melhor a qualidade da governança corporativa.

A Tabela 9 mostra ainda que os sinais dos coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade e controle se invertem quando são realizadas regressões contra o IGOV10, sub-índice que corresponde apenas às questões da categoria acesso e conteúdo das informações do IGOV. Desta forma, observa-se uma relação positiva entre direito de controle (*CON*) e excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (*DIF*) e a qualidade da governança nas regressões utilizando IGOV10 como variável dependente. Além disso, observa-se uma relação negativa entre o direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores (*PROP*) e o nível de governança aproximado pelo IGOV10. Uma possível explicação para essa inversão de sinais dos coeficientes é que as empresas com maior *CON* e maior *DIF* tentariam compensar a maior probabilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários decorrente da sua estrutura de propriedade e controle por meio de uma maior divulgação de informações. Desta forma, quanto maior a concentração das ações ordinárias, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos minoritários e melhor a qualidade da governança corporativa, se esta for aproximada exclusivamente pelo acesso e conteúdo das informações. Com base no mesmo argumento, o sinal negativo entre *PROP* e IGOV10 indicaria que uma maior participação dos controladores no direito sobre o fluxo de caixa da companhia poderia ser vista como uma redução da probabilidade de expropriação dos minoritários, levando a uma menor necessidade relativa de transparência em relação às empresas com menor participação no capital total (*PROP*) pelos controladores.

As regressões das variáveis de estrutura de propriedade e controle contra o IGOV20, sub-índice que corresponde apenas às questões da categoria estrutura de governança, mostram uma relação negativa significativa no nível de 1% entre a concentração do direito de voto

(*CON*) e a qualidade da governança corporativa e também entre o excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores (*DIF*) e a qualidade da governança corporativa. Ademais, as regressões utilizando o IGOV20 mostram uma relação positiva significativa no nível de 1% entre a qualidade da governança corporativa e o direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores (*PROP*). Entretanto, novamente é importante ressaltar que as questões 18 e 19 são diretamente relacionadas às variáveis *CON* e *DIF*. Desta forma, foram realizadas regressões utilizando o IGOV8, que corresponde ao IGOV20 excluindo as questões 18 e 19. Os resultados foram os mesmos obtidos nas regressões utilizando o IGOV20, com perda de significância estatística apenas nos coeficientes das variáveis relacionadas ao direito de controle (*CON*). Os resultados sugerem fortemente que, quanto maior o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador, melhor a qualidade da governança corporativa, se esta for aproximada pela estrutura de governança da empresa. Ademais, os resultados também indicam fortemente que, quanto maior o excesso de direito de voto em posse do controlador (*DIF*), pior a qualidade da governança corporativa, se esta for aproximada pela estrutura do conselho de administração e pela estrutura de propriedade e controle da companhia.

Em resumo, a influência da estrutura de propriedade e controle sobre a qualidade da governança corporativa parece apresentar dois sentidos opostos em função da aproximação para qualidade da governança corporativa escolhida. Se a qualidade da governança corporativa for aproximada pela categoria acesso e conteúdo das informações, os resultados indicam uma relação positiva entre *CON* e o nível de governança e entre *DIF* e o nível de governança, fortalecendo a hipótese de que as empresas tentariam compensar uma maior probabilidade de expropriação da riqueza dos minoritários por meio de uma maior divulgação de informações. Se a qualidade da governança corporativa for aproximada pela categoria estrutura de governança, os resultados indicam uma relação negativa entre *CON* e o nível de

governança e entre *DIF* e o nível de governança, e uma relação positiva entre o direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) e o nível de governança, fortalecendo a hipótese de que as empresas nas quais o controlador detém expressivo direito de voto em relação ao seu direito sobre o fluxo de caixa tendem a estruturar o processo decisório de alta gestão em desacordo com as práticas de governança consideradas boas pelo mercado. Os resultados gerais, utilizando o índice completo IGOV ou o IGOV18, apontam para uma relação positiva entre *PROP* e o nível de governança e para uma relação negativa entre *CON* e *DIF* e o nível de governança, sugerindo que prevalece o efeito negativo da concentração do direito de controle e do excesso de direito de voto em posse do controlador sobre a qualidade da governança corporativa e que também prevalece o efeito positivo de se ter um controlador com parcela expressiva do capital total da companhia sobre a qualidade da governança corporativa.

4.3 Determinantes da Estrutura de Propriedade

Os principais resultados da segunda parte da pesquisa, que investiga os possíveis determinantes da concentração do direito de voto (*CON*), do direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) e do excesso de direito de voto em posse do controlador (*DIF*), são apresentados nas tabelas 11, 12 e 13. As tabelas apresentam os resultados das regressões utilizando distintos métodos de estimação dos coeficientes e diferentes variáveis de valor e rentabilidade.

Inicialmente foram realizadas regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinário (MQO) com erros-padrão robustos, uma vez que os testes de heterocedasticidade rejeitaram, em todas as especificações, a hipótese nula de homocedasticidade dos erros. Os resultados das regressões por MQO apontaram para uma relação positiva significativa no nível de 5% entre o nível do fluxo de caixa livre (*FCL/S*) e a concentração do direito de voto (*CON*) e a concentração do direito de propriedade (*PROP*), corroborando a hipótese de que, quanto mais recursos estão disponíveis para alocação por parte do interno

(gestor/empreendedor), maior a concentração dos direitos de controle e de propriedade desejada por ele. Esta hipótese também é corroborada pela variável taxa de investimentos (I/K), que apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis *CON* e *PROP*.

Das variáveis de desempenho, a única que se mostrou estatisticamente significativa em todas as especificações é o Q de Tobin. Os resultados, neste caso, confirmariam a hipótese de que a relação de causalidade entre valor e estrutura de propriedade pode ser invertida, o que apontaria para a endogeneidade da estrutura de propriedade. Em outras palavras, assim como a concentração relativa da propriedade ou do direito de voto pode influenciar o valor, ela também pode ser simultaneamente influenciada por ele. No caso em questão, o Q de Tobin parece exercer um impacto positivo tanto sobre a concentração do direito de controle quanto do direito de propriedade, além de um impacto negativo sobre o excesso do direito de voto (*DIF*). Desta forma, um maior valor de mercado parece influenciar o controlador a manter uma concentração relativamente maior das ações ordinárias e do total de ações em sua posse, contribuindo para reduzir, em termos relativos, seu excesso de direito de voto.

Alguns dos regressores relacionados à identidade do acionista controlador apresentaram significância no nível de 1% em todas as especificações. Em particular, as empresas estatais tendiam a ter uma estrutura de propriedade mais pulverizada, mas sem abrir mão da elevada concentração do direito de controle. Já as empresas controladas por fundos de pensão apresentaram uma concentração média dos direitos de propriedade e de controle relativamente menor do que as demais. As empresas de controle familiar, por sua vez, revelaram-se, em média, mais pulverizadas do que as demais empresas quanto aos direitos sobre o fluxo de caixa (*PROP*) e mais concentradas do que as demais quanto aos direitos de voto (*CON*), o que pode ser explicado pela emissão substancial de ações sem direito a voto.

Observou-se ainda que as empresas maiores parecem, em média, ter uma estrutura de propriedade mais concentrada quando se utilizou *PROP* como variável dependente. Este

resultado não se mantém, entretanto, quando a variável dependente é a concentração do direito de controle. Ademais, as empresas maiores parecem ter, em média, uma menor disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*DIF*). Por fim, obteve-se uma relação positiva significativa a 5% entre a tangibilidade das operações (*TANG*) e *PROP*, contrariando a hipótese de que as empresas com ativos mais difíceis de monitorar (menor proporção de ativos tangíveis) apresentariam maior concentração da propriedade por parte do interno por possuírem pior proteção ao investidor intrínseca à empresa. Novamente, os resultados para esta variável são não significantes quando a variável dependente é o direito de voto (*CON*). A relação entre *TANG* e *DIF* mostrou-se negativa, indicando que uma maior intangibilidade das operações (menor *TANG*) influencia um maior excesso de votos em posse do controlador. Essa relação encontrada sugere que o controlador escolhe alocar proporcionalmente menos do seu capital em relação ao capital total de empresas com maior proporção de intangíveis, que, em tese, seriam mais arriscadas.

Conforme discutido na seção 3.1, a modelagem por MQO apresenta uma deficiência em potencial por desconsiderar características não observáveis intrínsecas a cada empresa que podem ser relevantes para explicar a variável dependente, eventualmente prejudicando a correta identificação do relacionamento entre as variáveis de concentração da propriedade e seus possíveis determinantes. Para lidar com esta questão, foram realizadas regressões utilizando os métodos de estimação de Efeitos Aleatórios (EA) e de Efeitos Fixos (EF), cujos resultados também constam das tabelas 10, 11 e 12. As estimativas resultantes das regressões por EA mostraram uma ausência de significância estatística dos coeficientes de todos os possíveis determinantes testados, com exceção dos coeficientes de algumas variáveis binárias referentes ao tipo de acionista controlador em algumas das especificações. Na maior parte dos casos, a magnitude dos coeficientes também ficou bastante reduzida.

Considerando-se que os resultados foram discrepantes, comparou-se os métodos MQO e EA por meio do teste do Multiplicador de Lagrange (*ML*) de Breusch-Pagan, modificado por Baltagi e Li (1990). Esse teste observa a significância estatística dos efeitos específicos das empresas com base nas estimativas obtidas por EA. O teste tem como hipótese nula $H_0 : \text{var}(u_i) = 0, i = 1, 2, \dots, 161$ sendo que u_i representa o efeito específico não observável e invariante no tempo da i -ésima empresa da amostra (ver Equação 3). A rejeição da hipótese nula sugere que os efeitos específicos, também conhecidos como heterogeneidade não observada, são relevantes, do ponto de vista estatístico. O resultado do teste rejeitou a H_0 no nível de significância de 1% em todas as especificações, sugerindo que as estimações por EA são mais adequadas do que as realizadas pelo método MQO.

Na seqüência, foram realizadas regressões utilizando-se o procedimento de Efeitos Fixos (EF). Os resultados utilizando este método foram similares aos obtidos por meio do procedimento de EA, com uma ausência de significância estatística dos coeficientes de praticamente todos os possíveis determinantes testados. A exceção foi a variável relacionada a tangibilidade das operações da empresa (*TANG*) quando a variável dependente utilizada era *PROP* ou *DIF*. A variável *TANG* apresentou uma relação negativa no nível de significância de 10% com *PROP*. Este resultado representou uma mudança de sinal do coeficiente em relação ao obtido na estimativa por MQO, corroborando a hipótese de que as empresas com maior proporção de intangíveis apresentariam maior concentração da propriedade por parte do interno por possuírem pior proteção ao investidor intrínseca à empresa. *TANG* apresentou ainda uma relação positiva significativa a 5% com *DIF*, com uma inversão de sinal em relação ao obtido na estimativa por MQO. Este resultado indica que as empresas com maior tangibilidade dos seus ativos apresentam maior excesso de votos em posse dos controladores, talvez em função da venda de ações sem direito a voto junto ao mercado para financiamento dos investimentos de capital exigidos por empresas desta natureza.

O próximo passo consistiu em testar se o método EF é mais adequado do que o EA, por meio do procedimento de Hausman. O teste consiste na comparação dos dois conjuntos de estimativas. Se as diferenças entre os coeficientes não são significantes estatisticamente, tem-se uma evidência em favor da consistência do estimador EA. Caso contrário, o estimador EF, cuja consistência depende de suposições menos restritivas, deve ser preferido. Os resultados dos testes de Hausman aplicados às diferentes especificações mostram que, quando a variável dependente é *CON*, as estimações pelo método EA produzem resultados consistentes. Por outro lado, nas regressões nas quais a variável dependente é *PROP* ou *DIF*, os resultados sugerem que os estimadores MQO e EA podem ser inconsistentes, aconselhando-se a inferência com base nos modelos estimados por Efeitos Fixos.

Em qualquer caso, pode-se inferir, com base nas estimativas estatisticamente mais robustas produzidas por meio dos procedimentos de Efeitos Aleatórios e de Efeitos Fixos, que não há evidências suficientes nos dados de que as concentrações do direito sobre o fluxo de caixa, do direito de controle ou do excesso de votos das empresas analisadas sejam determinadas de forma endógena por quaisquer das variáveis testadas.

	MQO (1)	MQO (2)	MQO (3)	EA (4)	EA (5)	EA (6)	EF (7)	EF (8)	EF (9)
TANG	0,004 (0,70)	0,003 (0,54)	0,002 (0,38)	-0,001 (-0,16)	-0,001 (-0,10)	-0,001 (-0,20)	-0,006 (-0,67)	-0,005 (-0,59)	-0,005 (-0,65)
Log(REC)	-0,027 (-1,62)	-0,026 (-1,55)	-0,021 (-1,19)	-0,019 (-1,03)	-0,018 (-0,97)	-0,012 (-0,66)	-0,007 (-0,27)	-0,003 (-0,11)	-0,005 (-0,19)
FCL/S	0,013** (2,47)	0,013** (2,14)	0,013** (2,23)	0,000 (-0,02)	0,000 (-0,01)	0,000 (-0,02)	-0,001 (-0,39)	-0,001 (-0,34)	-0,001 (-0,34)
I/K	0,017* (1,87)	0,019*** (2,58)	0,018** (2,23)	0,006 (0,93)	0,006 (1,00)	0,005 (0,85)	0,006 (0,96)	0,006 (1,05)	0,006 (0,90)
IDIOS	0,020 (0,42)	0,023 (0,48)	0,015 (0,31)	0,004 (0,20)	0,005 (0,23)	0,001 (0,06)	-0,001 (-0,06)	-0,001 (-0,04)	-0,005 (-0,23)
Q	0,037*** (2,98)			-0,015 (-1,18)			-0,019 (-1,47)		
LOAT		0,024 (0,54)			0,015 (0,54)			0,015 (0,52)	
LOPAT			-0,099 (-0,91)			-0,087 (-1,20)			-0,096 (-1,27)
IDENT 1	-0,029 (-0,77)	-0,031 (-0,85)	-0,038 (-1,02)	-0,115 (-0,57)	-0,116 (-0,58)	-0,125 (-0,62)			
IDENT 2	-0,134*** (-3,51)	-0,134*** (-3,56)	-0,145*** (-3,69)	-0,181 (-0,90)	-0,181 (-0,90)	-0,191 (-0,94)			
IDENT 3	-0,108*** (-3,22)	-0,113*** (-3,41)	-0,121*** (-3,61)	-0,167 (-0,84)	-0,165 (-0,83)	-0,172 (-0,86)			
IDENT 5	-0,135** (-2,46)	-0,139*** (-2,59)	-0,144*** (-2,68)	-0,199 (-0,94)	-0,201 (-0,95)	-0,208 (-0,98)			
IDENT 6	-0,068 (-1,27)	-0,075 (-1,42)	-0,084 (-1,57)	-0,191 (-0,92)	-0,190 (-0,91)	-0,202 (-0,97)			
PAYOUT	-0,0003 (-1,30)	-0,0003 (-1,30)	-0,0003 (-1,59)	-0,0000 (0,02)	-0,0000 (0,08)	-0,0000 (0,02)	-0,0000 (0,05)	-0,0000 (0,12)	-0,0000 (0,02)
d_1998	0,010 (0,38)	-0,001 (-0,05)	-0,001 (-0,03)	1,000*** (4,39)	0,985*** (4,32)	-0,026** (-2,26)			
d_1999				1,004*** (4,40)	0,987*** (4,33)	-0,024** (-2,27)	0,005 (0,47)	0,001 (0,11)	0,001 (0,16)
d_2000	0,001 (0,05)	-0,001 (-0,06)	0,001 (0,03)	1,006*** (4,41)	0,989*** (4,33)	-0,212** (-2,19)	0,005 (0,44)	0,000 (0,07)	0,002 (0,24)
d_2001	0,010 (0,41)	0,008 (0,34)	0,011 (0,45)	1,026*** (4,49)	1,008*** (4,41)	-0,001 (-0,14)	0,024** (2,01)	0,019* (1,68)	0,021* (1,85)
d_2002	0,023 (0,95)	0,020 (0,82)	0,023 (0,91)	1,028*** (4,48)	1,010*** (4,41)		0,023* (1,87)	0,019 (1,54)	0,020* (1,67)
Intercepto	0,964*** (9,45)	0,986*** (9,53)	0,976*** (9,46)			0,995*** (4,35)	0,784*** (5,27)	0,751*** (5,07)	0,716*** (4,89)
R²	24,8%	24,1%	24,1%	3,07%	3,69%	3,59%	0,26%	0,03%	0,03%
Prob (F)	0.000	0.000	0.000				0.292	0.434	0.329
Prob(chi²)				0.000	0.000	0.463			
Amostra	161	161	161	161	161	161	161	161	161

A variável dependente é a concentração do direito de voto em posse do acionista controlador (CON - percentual de ações ordinárias). A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 3.2. Foram incluídas variáveis binárias para o setor de atuação (IND) das empresas, sendo omitidas da tabela por limitação de espaço. Os dados são relativos ao período de 1998 a 2002. Os números em parênteses indicam a estatística *t* no caso dos métodos dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e do procedimento de efeitos fixos (EF) e indicam a estatística *z* no caso do procedimento de efeitos aleatórios (EA). Realizaram-se regressões com erros padrões robustos a heterocedasticidade de White. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Tabela 10. Possíveis Determinantes da Concentração do Direito de Controle (CON).

	MQO (1)	MQO (2)	MQO (3)	EA (4)	EA (5)	EA (6)	EF (7)	EF (8)	EF (9)
TANG	0,025*** (3,67)	0,023*** (3,29)	0,023*** (3,25)	-0,003 (-0,38)	-0,003 (-0,33)	-0,004 (-0,44)	-0,022* (-1,88)	-0,021* (-1,80)	-0,021* (-1,84)
Log(REC)	0,048*** (2,71)	0,052*** (2,78)	0,052*** (2,63)	-0,007 (-0,31)	-0,008 (-0,35)	0,002 (0,08)	-0,016 (-0,47)	-0,013 (-0,40)	0,004 (0,12)
FCL/S	0,015** (2,48)	0,014** (2,07)	0,014** (2,01)	0,001 (0,12)	0,001 (0,14)	0,001 (0,17)	-0,003 (-0,61)	-0,003 (-0,57)	-0,002 (-0,54)
I/K	0,021** (2,05)	0,023** (2,46)	0,024** (2,55)	0,007 (0,91)	0,009 (1,04)	0,007 (0,81)	0,006 (0,79)	0,008 (0,99)	0,006 (0,71)
IDIOS	0,073 (1,42)	0,073 (1,34)	0,073 (1,41)	0,014 (0,49)	0,015 (0,52)	0,009 (0,32)	-0,006 (-0,21)	-0,005 (-0,18)	-0,012 (-0,41)
Q	0,065*** (4,47)			-0,020 (-1,25)			-0,035* (-1,95)		
LOAT		-0,037 (-0,51)			0,042 (1,09)			0,055 (1,42)	
LOPAT			-0,031 (-0,24)			-0,130 (-1,34)			-0,155 (-1,53)
IDENT 1	-0,269*** (-7,90)	-0,276*** (-8,08)	-0,276*** (-8,09)	-0,256 (-1,16)	-0,256 (-1,16)	-0,270 (-1,23)			
IDENT 2	-0,417*** (-10,25)	-0,421*** (-10,39)	-0,422*** (-9,90)	-0,348 (-1,57)	-0,348 (-1,57)	-0,363 (-1,64)			
IDENT 3	-0,474*** (-15,23)	-0,487*** (-15,41)	-0,487*** (-15,41)	-0,433** (-1,98)	-0,430** (-1,96)	-0,441** (-2,01)			
IDENT 5	-0,405*** (-7,78)	-0,414*** (-8,03)	-0,415*** (-8,01)	-0,325 (-1,40)	-0,326 (-1,40)	-0,337 (-1,45)			
IDENT 6	-0,473*** (-8,49)	-0,487*** (-8,79)	-0,489*** (-8,77)	-0,390* (-1,71)	-0,387* (-1,69)	-0,406* (-1,77)			
PAYOUT	-0,0000 (-0,01)	-0,0000 (-0,15)	-0,0000 (-0,14)	0,0000 (0,04)	0,0000 (0,12)	-0,0000 (0,01)	-0,0000 (0,02)	-0,0000 (0,10)	-0,0000 (0,05)
d_1998	0,004 (0,14)	-0,009 (-0,32)	-0,012 (-0,47)	0,904*** (3,51)	-0,036** (2,30)	-0,037** (-2,36)			
d_1999				0,910*** (3,53)	-0,031** (2,22)	-0,033** (-2,36)	0,007 (0,51)	0,003 (0,20)	0,001 (0,07)
d_2000	-0,007 (-0,27)	-0,008 (-0,30)	-0,009 (-0,36)	0,913*** (3,53)	-0,030** (-2,29)	-0,029** (-2,36)	0,007 (0,48)	0,001 (0,09)	0,003 (0,19)
d_2001	0,022 (0,84)	0,022 (0,84)	0,021 (0,81)	0,938*** (3,63)	-0,005 (-0,40)	-0,003 (-0,28)	0,030* (1,89)	0,023 (1,53)	0,025 (1,63)
d_2002	0,033 (1,23)	0,030 (1,09)	0,030 (1,08)	0,942*** (3,63)			0,033* (1,93)	0,027 (1,63)	0,027 (1,62)
Intercepto	0,606*** (5,05)	0,631*** (5,63)	0,636*** (5,59)			0,903*** (3,49)	0,199*** (3,19)	0,603*** (3,04)	0,520*** (2,64)
R²	35,0%	33,3%	33,3%	12,71%	13,59%	13,66%	2,85%	1,44%	0,97%
Prob (F)	0,000	0,000	0,000				0,073	0,120	0,110
Prob(chi²)				0,000	0,000	0,463			
Amostra	161	161	161	161	161	161	161	161	161

A variável dependente é a concentração do direito sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador (PROP – percentual do total de ações emitidas pela empresa). A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 3.2. Foram incluídas variáveis binárias para o setor de atuação (IND) das empresas, sendo omitidas da tabela por limitação de espaço. Os dados são relativos ao período de 1998 a 2002. Os números em parênteses indicam a estatística *t* no caso dos métodos dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e do procedimento de efeitos fixos (EF) e indicam a estatística *z* no caso do procedimento de efeitos aleatórios (EA). Para o MQO, realizaram-se regressões com erros padrões robustos a heterocedasticidade. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 11. Possíveis Determinantes da Concentração do Direito de Propriedade (PROP).

	MQO (1)	MQO (2)	MQO (3)	EA (4)	EA (5)	EA (6)	EF (7)	EF (8)	EF (9)
TANG	-0,021*** (-4,67)	-0,020*** (-4,45)	-0,021*** (-4,46)	0,008 (1,41)	0,079 (1,39)	0,008 (1,42)	0,016** (2,42)	0,016** (2,41)	0,016** (2,38)
Log(REC)	-0,075*** (-6,08)	-0,079*** (-6,31)	-0,073*** (-5,68)	-0,008 (-0,57)	-0,007 (-0,46)	-0,013 (-0,87)	0,009 (0,48)	0,010 (0,57)	0,001 (0,05)
FCL/S	-0,001 (-0,46)	-0,002 (-0,50)	-0,001 (-0,32)	0,000 (0,21)	0,000 (0,20)	0,000 (0,17)	0,001 (0,56)	0,001 (0,54)	0,001 (0,51)
I/K	-0,004 (-0,70)	-0,004 (-0,69)	-0,006 (-0,87)	-0,001 (-0,28)	-0,002 (-0,47)	-0,001 (-0,23)	-0,001 (-0,13)	-0,002 (-0,37)	-0,000 (-0,08)
IDIOS	-0,053 (-1,38)	-0,050 (-1,25)	-0,058 (-1,50)	-0,001 (-0,09)	-0,002 (-0,11)	0,000 (0,02)	0,005 (0,29)	0,004 (0,26)	0,007 (0,42)
Q	-0,027** (-1,98)			0,011 (1,12)			0,015 (1,50)		
LOAT		0,061 (1,21)			-0,032 (-1,45)			-0,040* (-1,81)	
LOPAT			-0,068 (-0,65)			0,052 (0,92)			0,059 (1,03)
IDENT 1	0,239*** (7,22)	0,244*** (7,29)	0,238*** (7,11)	0,140 (0,83)	0,140 (0,83)	0,147 (0,87)			
IDENT 2	0,282*** (8,90)	0,287*** (9,03)	0,277*** (8,37)	0,163 (0,96)	0,162 (0,96)	0,169 (1,00)			
IDENT 3	0,366*** (13,48)	0,373*** (13,55)	0,366*** (13,20)	0,270 (1,61)	0,267 (1,60)	0,272 (1,63)			
IDENT 5	0,270*** (5,88)	0,275*** (5,94)	0,270** (5,82)	0,123 (0,69)	0,123 (0,69)	0,129 (0,72)			
IDENT 6	0,404*** (9,17)	0,412*** (9,30)	0,404*** (9,04)	0,185 (1,06)	0,182 (1,04)	0,192 (1,10)			
PAYOUT	-0,0003 (-0,45)	-0,0002 (-0,85)	-0,0003 (-1,02)	-0,0000 (0,00)	-0,0000 (-0,08)	0,0000 (0,03)	0,0000 (0,10)	-0,0000 (-0,01)	0,0000 (0,12)
d_1998	0,006 (0,28)	0,007 (0,32)	0,012 (0,51)	0,060 (0,32)	0,059 (0,32)	0,007 (0,81)			
d_1999				0,057 (0,30)	0,057 (0,31)	0,007 (0,87)	-0,002 (-0,28)	-0,002 (-0,22)	0,001 (0,09)
d_2000	0,008 (0,39)	0,006 (0,30)	0,010 (0,48)	0,058 (0,31)	0,059 (0,31)	0,006 (0,86)	-0,002 (-0,27)	-0,000 (-0,06)	-0,000 (-0,01)
d_2001	-0,012 (-0,56)	-0,013 (-0,65)	-0,010 (-0,48)	0,053 (0,28)	0,054 (0,29)	0,002 (0,24)	-0,006 (-0,69)	-0,004 (-0,49)	-0,004 (-0,43)
d_2002	-0,010 (-0,49)	-0,009 (-0,46)	-0,007 (-0,35)	0,051 (0,27)	0,051 (0,27)		-0,009 (-0,95)	-0,008 (-0,86)	-0,006 (-0,66)
Intercepto	0,357*** (4,63)	0,354*** (4,62)	0,340*** (4,37)			0,075 (0,40)	0,146 (1,29)	0,147 (1,30)	0,196 (1,75)
R²	30,4%	30,1%	30,0%	10,07%	10,06%	10,35%	2,66%	2,25%	1,37%
Prob (F)	0.000	0.000	0.000				0.419	0.340	0.523
Prob(chi²)				0.000	0.000	0.027			
Amostra	161	161	161	161	161	161	161	161	161

A variável dependente é a diferença entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador (DIF = percentual de ações ordinárias – percentual do total de ações). A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 3.2. Foram incluídas variáveis binárias para o setor de atuação (IND) das empresas, sendo omitidas da tabela por limitação de espaço. Os dados são relativos ao período de 1998 a 2002. Os números em parênteses indicam a estatística *t* no caso dos métodos dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e do procedimento de efeitos fixos (EF) e indicam a estatística *z* no caso do procedimento de efeitos aleatórios (EA). Realizaram-se regressões com erros padrões robustos a heterocedasticidade de White. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Tabela 12. Possíveis Determinantes do Excesso de Direito de Voto (DIF).

4.4 Relação entre governança corporativa e desempenho com equações isoladas

Esta seção compara uma série de modelos que assume os mecanismos de governança como variáveis exógenas e a relação de causalidade supostamente possuindo um sentido único, da governança corporativa para o desempenho. Esta abordagem corresponde a célula 1 do Quadro 1, apresentado na fundamentação teórica (seção 2.5). Preliminarmente, a relação entre mecanismos de governança corporativa e desempenho é analisada por meio de uma abordagem univariada (regressões simples). Posteriormente, a relação é analisada por meio de uma abordagem multivariada completa (regressões múltiplas).

4.4.1 Análise univariada

A Tabela 13 resume os resultados de regressões simples das variáveis do estudo contra as duas variáveis de valor (Q e VF) e contra as três variáveis de rentabilidade (LOPAT, LOAT e LAJIRDA), aplicando o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO).

		Q	VF	LOPAT	LOAT	LAJIRDA
Governança Corporativa	IGOV	+	+	+	+	+
	IGOV18	+	+	+	+	+
	IGOV10	+	+	+	+	+
	IGOV20	-	+	+	+	+
	IGOV8	-	+	+	+	+
Estrutura do conselho de administração	DE	-	-	-	-	-
	Ln(BSZ)	-	-	+	+	+
	Ln(BSZ)^2	+	+	-	-	-
	OUT	+	+	+	-	+
Estrutura de Propriedade	CON	+	+	-	-	-
	PROP	+	+	-	-	+
	DIF	-	-	-	+	-
Estrutura de Capital	ALAV	+	+	-	-	-
Controle	%PREF	-	-	-	+	-
	Log(REC)	+	+	+	+	+
	lnAT	+	+	+	+	+
	CREC	-	-	+	+	+
	ADR	+	+	+	+	+
	BOV	+	+	+	+	+
	TANG	-	-	-	-	-
	PAYOUT	-	-	-	-	-
	FCL/S	-	-	+	+	+
	I/K	+	+	-	-	-
	IDIOS	+	-	-	-	-
	LIQ	+	+	+	-	+

A variável dependente é o desempenho corporativo, aproximado por medidas de valor (Q e VF) e de rentabilidade (LOPAT, LOAT e LAJIRDA). Os dados e as regressões são relativas ao período 1998-2002, com exceção das regressões utilizando IGOV e seus sub-índices, cuja coleta de dados ficou restrita ao ano de 2002 (neste caso regressão apenas para 2002). IGOV18 é o IGOV após a exclusão das questões 18 e 19. IGOV10 corresponde apenas às dez primeiras questões do IGOV. IGOV20 corresponde apenas às dez últimas questões do IGOV. IGOV8 corresponde às dez últimas questões do IGOV excluindo as questões 18 e 19. A definição das variáveis é apresentada na seção 3.2. As regressões incluíram variáveis binárias relativas ao setor de atuação, identidade do acionista controlador e ano da amostra. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões com erros padrão robustos a heterocedasticidade.

Tabela 13. Regressões univariadas das variáveis de desempenho contra governança e controle.

A análise preliminar da relação entre governança corporativa e desempenho mostra uma relação positiva entre a qualidade da governança (IGOV ou IGOV18) e o desempenho corporativo, notadamente nas regressões realizadas contra as variáveis de rentabilidade LOPAT e LAJIRDA (significância de 1%). Nas regressões contra as variáveis de valor (Q e VF) a relação também foi positiva, porém sem significância estatística. Conforme exposto na seção 4.2, o índice de governança pode ser decomposto em dois sub-índices: um relacionado às dez primeiras questões, de acesso e conteúdo das informações (IGOV10), e outro relacionado às dez últimas questões, de estrutura de governança (IGOV20 ou IGOV8). Observou-se uma relação positiva bem mais forte entre IGOV10 e as variáveis de desempenho do que entre IGOV20 ou IGOV8 e as mesmas variáveis. Isso significa que a relação entre governança e desempenho é mais forte se governança corporativa for aproximada pela transparência da empresa do que se for aproximada pela estrutura do conselho de administração e de propriedade e controle da empresa. Especificamente em relação às variáveis de valor Q e VF, observou-se uma relação eventualmente negativa dessas variáveis com IGOV20 e IGOV8. Desta forma, a existência de questões relativas à estrutura do conselho e à estrutura de propriedade contribui para um enfraquecimento da relação entre qualidade da governança corporativa (índice completo IGOV) e valor das empresas.

A unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DE) apresentou uma relação negativa significativa com todas as variáveis de desempenho testadas, sugerindo que a presença de uma única pessoa ocupando ambos os cargos é prejudicial para as empresas. Com relação ao tamanho do conselho (BSZ), partiu-se da hipótese da existência de uma faixa ótima para os conselhos. Visando a capturar este comportamento proposto, optou-se por inserir um termo quadrático na variável BSZ. Ademais, optou-se por inseri-la em escala logarítmica no modelo. Os resultados indicaram uma relação quadrática positiva entre BSZ e as variáveis de valor e uma relação quadrática negativa entre BSZ e as variáveis de

rentabilidade⁴⁶. Os resultados indicam que conselhos de tamanho intermediário são associados com menor valor, porém com maior rentabilidade. Em relação à composição do conselho de administração (OUT), obteve-se uma relação positiva significativa entre a proporção de conselheiros externos no conselho e as variáveis de desempenho. A disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*DIF*) apresentou uma relação negativa significativa com praticamente todas as variáveis de desempenho. O nível de alavancagem financeira (ALAV) das empresas apresentou uma relação positiva significativa a 1% com as variáveis de valor, porém negativa significativa a 1% com as variáveis de rentabilidade. O tamanho das empresas, a emissão de ADRs e a liquidez das ações apresentaram relação positiva significativa com todas as variáveis de desempenho. Por fim, a tangibilidade das operações das empresas apresentou uma relação negativa significativa com todas as variáveis de desempenho, sugerindo que as empresas com maior proporção de intangíveis são, em média, mais bem avaliadas pelo mercado e obtêm maior rentabilidade.

4.4.2 Análise multivariada completa com índice de governança

Após a realização das regressões simples, foram realizadas regressões múltiplas utilizando as variáveis de desempenho como variáveis dependentes e as variáveis relativas ao índice de governança corporativa (IGOV) e seus sub-índices como variáveis independentes. Nessas regressões, foram utilizadas diversas variáveis de controle, entre as quais as variáveis de estrutura de propriedade (*CON*, *PROP* e *DIF*). Foi aplicado o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) com erros padrão robustos a heterocedasticidade. Tendo em vista a grande quantidade de regressões com especificações alternativas realizadas⁴⁷, são

⁴⁶ A relação quadrática positiva significa uma curvatura para cima no gráfico “tamanho do conselho vs. desempenho”, com um ponto de mínimo (coeficiente linear negativo e coeficiente quadrático positivo). A relação quadrática negativa indica uma curvatura para baixo no mesmo gráfico, com ponto de máximo.

⁴⁷ Como variáveis dependentes, foram utilizadas alternadamente quatro medidas de desempenho (Q, VF, LOAT e LAJIRDA). Como variáveis independentes de governança, foram utilizadas alternadamente as cinco medidas de índice de governança (IGOV, IGOV18, IGOV20, IGOV8 e IGOV10). Ademais, foram

apresentados nos quadros a seguir um resumo dos resultados, contendo apenas o sentido da relação entre as variáveis e o nível de significância estatística. Exemplos de regressões completas são apresentados no apêndice do trabalho, já que a publicação do conjunto completo com todas as regressões utilizadas tornar-se-ia inviável devido ao volume excessivo de resultados a serem reportados⁴⁸. Como exemplo para leitura dos resultados, tem-se na primeira coluna de resultados da Tabela 14 a regressão de IGOV contra Q de Tobin utilizando a variável de estrutura de propriedade *CON* como variável de controle. Nesta regressão, por exemplo, os resultados apontam para uma relação negativa não significativa entre o nível de governança corporativa e Q de Tobin e para uma relação positiva significativa no nível de 1% entre *CON* (concentração do direito de voto em posse do controlador) e Q de Tobin.

Variável Dependente		Q																
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	IGOV	-	-	-													
		IGOV18				-	-	-										
		IGOV20							-	***	***							
		IGOV8										-*	-*	-*				
		IGOV10														+	+	-
	Estrutura de Propriedade	CON	***			***			**			***			***			
		PROP		**			**			***			***				**	
		DIF			-			-				-			-			+
	Outras Variáveis Independentes	ALAV	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***
		ADR	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		BOV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LOGREC	-	-	-	-	-	-	-	-	*	-	-	*	-	-	-	-
		LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+	**	***	**	**	**	+	**	**
		TANG	-*	-	-	-*	-	-	-*	-	-	-*	-	-	-*	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 14. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra Q.

utilizadas alternadamente as três medidas de estrutura de propriedade (CON, PROP e DIF), totalizando sessenta regressões distintas nesta seção (multiplicação de 4 * 3 * 5 variáveis).

⁴⁸ O apêndice C contempla a matriz de correlações das variáveis utilizando IGOV como variável de governança.

Variável Dependente		VF															
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	IGOV	+	+	+												
		IGOV18				+	+	+									
		IGOV20								+	-	-					
		IGOV8										+	-	-			
		IGOV10													+	+	+
	Estrutura de Propriedade	CON	+	+		+	*		+	+		+	*		+	*	
		PROP			+	+	+		+	+		+	+		+	*	
		DIF				-			-			-			-		-
	Outras Variáveis Independentes	ALAV	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		ADR	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		BOV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LOGREC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		TANG	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 15. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra VF.

Variável Dependente		LOAT															
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	IGOV	+	+	+												
		IGOV18				+	+	+									
		IGOV20								+	+	+					
		IGOV8										+	+	+			
		IGOV10													+	+	+
	Estrutura de Propriedade	CON	-			-			-			-			-		
		PROP			-			-			-			-		-	
		DIF				-			+			+			+		-
	Outras Variáveis Independentes	ALAV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		ADR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		BOV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LOGREC	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		LIQ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		TANG	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 16. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra LOAT.

Variável Dependente		LAJIRDA															
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	IGOV	+	+	+												
		IGOV18				+	+	+									
		IGOV20								+	+	+					
		IGOV8										+	+	+			
		IGOV10													+	+	+
	Estrutura de Propriedade	CON	+			+			+			+			+		
		PROP		+				+			+			+		+	
		DIF			+			+			+			+			-
	Outras Variáveis Independentes	ALAV	+	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	+
		ADR	-	-	-	-	-	-	+	+	-	+	+	-	-	-	-
		BOV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LOGREC	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		LIQ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		TANG	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 17. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra LAJIRDA.

De acordo com as tabelas 14, 15, 16 e 17, observou-se uma relação ambígua entre a qualidade da governança corporativa (IGOV ou IGOV18) e as variáveis de valor (Q e VF) e uma relação positiva entre a qualidade da governança e as variáveis de rentabilidade (LOAT e LAJIRDA). Analisando os sub-índices que compõem o IGOV, deve-se destacar que, quando a qualidade da governança corporativa foi aproximada apenas pelo acesso e conteúdo das informações (IGOV10), observou-se uma relação positiva com as variáveis de desempenho em praticamente todas as especificações, sugerindo que a transparência das informações é, em média, associada a uma melhor percepção de valor de mercado e a uma melhor rentabilidade. O outro sub-índice que compõe o IGOV, relativo à estrutura de conselho de administração e à estrutura de propriedade (IGOV20 ou IGOV8) apresentou relação negativa com as variáveis de valor (significante com Q de Tobin) e positiva com as variáveis de rentabilidade.

A concentração do direito de voto (*CON*) e a concentração do direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) em posse do controlador apresentaram relação positiva significativa com as métricas de valor Q e VF. Obteve-se uma relação negativa não significativa entre o excesso de votos (*DIF*) e as variáveis de valor. Em relação às demais variáveis, obteve-se uma relação positiva significativa a 1% entre o nível de endividamento (*ALAV*) e as variáveis de valor e uma relação oposta (negativa significativa a 1%) entre *ALAV* e a variável de rentabilidade *LOAT*. A emissão de ADRs (*ADR*) e a liquidez das ações (*LIQ*) apresentaram uma relação positiva significativa nos níveis de 1% e 5%, respectivamente, com as variáveis de valor. O tamanho da empresa (*Log(REC)*) apresentou uma relação positiva significativa no nível de 1% com as variáveis de rentabilidade *LOAT* e *LAJIRDA*, indicando que as empresas maiores auferem, em média, melhores margens. O nível de tangibilidade (*TANG*) das operações apresentou uma relação negativa com as variáveis de valor, sugerindo que as empresas com maior proporção de intangíveis são mais bem avaliadas pelo mercado. A adesão aos níveis diferenciados de governança da Bovespa (*BOV*) apresentou uma relação negativa significativa

a 1% contra a variável LAJIRDA. Como não se obteve qualquer evidência de relação positiva entre BOV e as variáveis de valor, não corroborou-se a idéia de que as empresas pertencentes aos níveis de diferenciados de governança da Bovespa são mais bem avaliadas pelo mercado.

Na seqüência, foram realizadas regressões com especificações alternativas. Nessas regressões, a relação entre as variáveis de governança e as variáveis de valor se mostrou muito sensível à inclusão da variável de alavancagem financeira (ALAV) nos modelos econométricos. A exclusão da variável ALAV dos modelos tornou a relação entre governança corporativa e valor (Q e VF) bem mais positiva e significativa, conforme as tabelas a seguir.

		Variável Dependente	Q															
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	IGOV	+	+	-													
		IGOV18				+	+	+										
		IGOV20							+	-	-							
		IGOV8										-	-	-				
		IGOV10													+	+	+	
	Estrutura de Propriedade	CON	+	+		+	+	+			+		+		+	+	+	
		PROP			+			+			+			+			+	
		DIF				-			-			-			-			-
	Outras Variáveis Independentes	ADR	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		BOV	-	+	+	-	+	+	-	+	+	-	+	+	-	+	+	+
		LOGREC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		TANG	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 18. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra Q de Tobin sem a variável ALAV.

		Variável Dependente	VF															
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	IGOV	+	+	+													
		IGOV18				+	+	+										
		IGOV20							+	-	-							
		IGOV8										+	-	-				
		IGOV10													+	+	+	
	Estrutura de Propriedade	CON	+	+		+	+	+			+		+		+	+	+	
		PROP			+			+			+			+			+	
		DIF				-			-			-			-			-
	Outras Variáveis Independentes	ADR	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		BOV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LOGREC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		TANG	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 19. Regressões múltiplas do índice de governança (IGOV) e sub-índices contra VF sem a variável ALAV.

A grande sensibilidade da relação entre governança corporativa e valor à presença da variável de endividamento provavelmente se deve a alta correlação entre Q e ALAV (0,79) e entre VF e ALAV (0,56). Como a correlação entre ALAV e as variáveis de governança é baixa e não significativa (0,09 com IGOV, 0,03 com IGOV20 e 0,09 com IGOV10), a exclusão de ALAV dos modelos não é considerada prejudicial para a observação do relacionamento *ceteris paribus* entre IGOV e as variáveis de valor Q e VF⁴⁹. Desta forma, pode-se assumir que os resultados das tabelas 18 e 19 são tão razoáveis quanto os reportados nas tabelas 14 e 15, com uma relação positiva significativa entre transparência (IGOV10) e valor e uma relação negativa não significativa entre estrutura de governança (IGOV20 ou IGOV8) e valor. Como resultado do agrupamento dos dois sub-índices, obteve-se uma relação positiva não significativa entre qualidade da governança corporativa (IGOV) e valor das empresas. Portanto, os resultados das regressões com equações isoladas (análises univariada e multivariada) mostram em linhas gerais uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o valor e rentabilidade das empresas, principalmente se a qualidade da governança for aproximada pela transparência da companhia.

Por fim, foram realizadas regressões incluindo os sub-índices de governança juntos em um mesmo modelo econométrico. Esta abordagem teve por base o trabalho de Black *et al.* (2003). Os autores argumentam que, como os elementos de governança são correlacionados uns com os outros, a não utilização conjunta desses elementos como variáveis de controle poderia resultar no problema de variáveis omitidas. Os resultados das regressões utilizando os sub-índices juntos em um mesmo modelo são apresentados nas tabelas a seguir. As regressões são apresentadas com e sem ALAV nos modelos econométricos⁵⁰.

⁴⁹ ALAV poderia causar um problema de variáveis omitidas caso influenciasse tanto as variáveis de valor quanto as variáveis de governança e não fosse incluída no modelo. Como ALAV possui uma correlação significativa com Q e VF porém baixa e não significativa com IGOV e seus sub-índices, esta situação não ocorre.

⁵⁰ As regressões sem ALAV correspondem às seis primeiras colunas (espaço em branco na célula ALAV), enquanto as regressões com ALAV correspondem às seis últimas colunas.

Variável Dependente		Q													
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	IGOV20	+	-	-					-	***	**			
		IGOV8				-	-	-					*	***	*
		IGOV10	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
	Estrutura de Propriedade	CON	***			***			***				***		
		PROP		+			+			***				***	
		DIF			-			-				-			-
	Outras Variáveis Independentes	ALAV							***	***	***	***	***	***	***
		ADR	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		BOV	-	-	+	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-
		LOGREC	-	-	-	-	-	-	-	**	*	-	-	**	-
		LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+	**	+	+	+	**
		TANG	-	-	-	-	-	-	-	*	-	-	-	*	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 20. Regressões múltiplas dos sub-índices de governança (IGOV) contra Q de Tobin.

Variável Dependente		VF													
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	IGOV20	+	-	-				+	-	-				
		IGOV8				+	-	-				+	-	-	
		IGOV10	+	**	**	**	**	+	+	+	+	+	+	+	
	Estrutura de Propriedade	CON	***			***			***			+			
		PROP		***			+			***			***		
		DIF			-			-			-			-	
	Outras Variáveis Independentes	ALAV							***	***	***	***	***	***	***
		ADR	***	***	+	***	**	+	+	**	+	+	+	+	+
		BOV	-	-	-	*	-	-	-	*	-	-	*	-	-
		LOGREC	-	-	-	-	-	-	-	*	**	*	*	**	*
		LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+	**	+	+	+	+
		TANG	*	*	-	*	*	-	-	**	*	-	**	*	*

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 21. Regressões múltiplas dos sub-índices de governança (IGOV) contra VF.

Os resultados das tabelas 20 e 21 mostram um comportamento em dois sentidos da governança corporativa sobre o valor das empresas em função do sub-índice utilizado como aproximação para governança. Os resultados evidenciam a relação positiva significativa entre transparência das informações (IGOV10) e valor da empresa, controlando pela estrutura de governança (IGOV20 ou IGOV8) das companhias. Como a relação entre estrutura de governança e valor se mostrou em linhas gerais negativa, o agrupamento dos dois sub-índices na composição do índice de governança completo resultou em uma relação positiva não significativa entre qualidade da governança (IGOV ou IGOV18) e valor das empresas.

4.4.3 Análise multivariada completa com variáveis de estrutura do conselho

Alternativamente, foram realizadas regressões múltiplas utilizando variáveis relacionadas a estrutura do conselho de administração como variáveis de governança corporativa, ao invés da utilização de variáveis relacionadas ao índice de governança. Especificamente, foram utilizadas as variáveis unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DE), tamanho do conselho de administração (BSZ) e proporção de externos no conselho de administração (OUT), definidas operacionalmente na seção 3.2.2. Tendo em vista a disponibilidade de dados dessas variáveis para um período de cinco anos⁵¹, foram realizadas regressões com dados em painel aplicando o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) e os procedimentos de Efeitos Fixos (EF) e Efeitos Aleatórios (EA). Novamente, tendo em vista a grande quantidade de regressões com especificações alternativas realizadas, são apresentados nos quadros a seguir um resumo dos resultados, contendo apenas o sentido da relação entre as variáveis e o nível de significância estatística. Exemplos de regressões completas são apresentados no apêndice do trabalho⁵².

		Variável Dependente	Q								
		Método Estatístico	MQO			EA			EF		
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	DE	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		lnBSZ	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		lnBSZ^2	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		OUT	+	+	+	-	-	-	-	-	-
	Estrutura de Propriedade	CON	+			-			-		
		PROP		+			-			-	
		DIF			-			-			+
	Outras Variáveis Independentes	ALAV	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		LOGREC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		TANG	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%. Foram aplicados o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) e os procedimentos de efeitos aleatórios (EA) e de efeitos fixos (EF) para um painel de 161 empresas entre 1998 e 2002.

Tabela 22. Regressões múltiplas das variáveis de estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT) contra Q.

⁵¹ Nas regressões que utilizam as variáveis relacionadas ao índice de governança como variáveis de governança corporativa, foram coletadas informações apenas para o ano de 2002.

⁵² O apêndice D contempla a matriz de correlações das variáveis utilizando a estrutura do conselho como variável de governança.

		Variável Dependente			VF						
		Método Estatístico			MQO		EA		EF		
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	DE	-	-	-	+	+	+	+	+	+
		InBSZ	-**	-**	-**	-*	-*	-*	-	-	-
		InBSZ^2	+**	+**	+**	+*	+*	+*	+	+	+
		OUT	+	+*	+*	-	-	-	-**	-**	-**
	Estrutura de Propriedade	CON	+			-			-***		
		PROP		+*			-			-***	
		DIF			-			-			+
	Outras Variáveis Independentes	ALAV	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
		LOGREC	+	+	+	+	+	-	-	-	-
		LIQ	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+	+	+
		TANG	-**	-**	-**	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%. Foram aplicados o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) e os procedimentos de efeitos aleatórios (EA) e de efeitos fixos (EF) para um painel de 161 empresas entre 1998 e 2002.

Tabela 23. Regressões múltiplas das variáveis de estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT) contra VF.

		Variável Dependente			LOAT						
		Método Estatístico			MQO		EA		EF		
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	DE	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-**	-**	-**
		InBSZ	+	+	+	+	+	+	+*	+*	+
		InBSZ^2	-	-	-	-	-	-	-*	-*	-
		OUT	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Estrutura de Propriedade	CON	+			+			+		
		PROP		+			+			+	
		DIF			+			+			-*
	Outras Variáveis Independentes	ALAV	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***	-***
		LOGREC	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+**	+	+
		LIQ	-***	-***	-***	-*	-*	-*	-	-	-
		TANG	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%. Foram aplicados o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) e os procedimentos de efeitos aleatórios (EA) e de efeitos fixos (EF) para um painel de 161 empresas entre 1998 e 2002.

Tabela 24. Regressões múltiplas das variáveis de estrutura do conselho contra LOAT.

		Variável Dependente			LAJIRDA						
		Método Estatístico			MQO		EA		EF		
Variáveis Independentes	Governança Corporativa	DE	-***	-***	-***	-	-	-	-	-	-
		InBSZ	+	+	+	+	+	+	+	+	+
		InBSZ^2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		OUT	+	+	+	-	-	-	-	-	-
	Estrutura de Propriedade	CON	+			-			-**		
		PROP		+			-			-**	
		DIF			-			+			+
	Outras Variáveis Independentes	ALAV	-***	-***	-***	-	-	-	+	+	+
		LOGREC	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
		LIQ	-	-	-	-	-	-	-	-	-
		TANG	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%. Foram aplicados o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) e os procedimentos de efeitos aleatórios (EA) e de efeitos fixos (EF) para um painel de 161 empresas entre 1998 e 2002.

Tabela 25. Regressões múltiplas das variáveis de estrutura do conselho contra LAJIRDA.

Com base nas tabelas acima, observa-se que a influência das variáveis de governança sobre as variáveis de desempenho muda completamente de acordo com a aproximação utilizada para desempenho corporativo. Quando são utilizadas variáveis de valor (Q e VF), obtém-se uma relação positiva entre essas variáveis e a unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DE), sugerindo que, em média, as empresas com cargos unificados são mais bem avaliadas pelo mercado. Como a presença de uma mesma pessoa ocupando os dois cargos é uma prática de governança considerada ruim, o resultado contraria a hipótese de que as empresas com cargos unificados seriam pior avaliadas pelo mercado, *ceteris paribus*. A fim de investigar melhor esta relação, oposta às recomendações dos códigos de governança, foram realizadas regressões com especificações alternativas. Nessas regressões, constatou-se uma grande sensibilidade do relacionamento entre DE e as variáveis de valor à inclusão da variável de endividamento financeiro (ALAV). Nas regressões sem a variável ALAV, omitidas por questão de espaço, ocorre uma inversão do sinal dos coeficientes de DE na estimação por mínimos quadrados ordinário e efeitos aleatórios, com a relação entre DE e as variáveis de valor tornando-se negativa (indicando que a separação de cargos é associada com maior valor de mercado). Entretanto, como os coeficientes se mantêm positivos na estimação por efeitos fixos, não é possível ser conclusivo econometricamente sobre a relação entre a unificação de cargos e o valor de mercado das empresas. Por outro lado, quando são utilizadas as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, observa-se uma relação sempre negativa entre DE e essas variáveis, sugerindo fortemente que as empresas com unificação dos cargos apresentaram, em média, pior desempenho operacional no período. Esses resultados, por sua vez, indicam que a presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho é positiva para a gestão da companhia e, conseqüentemente, para a rentabilidade da empresa.

Em relação ao tamanho do conselho (BSZ) observou-se uma relação quadrática positiva e significativa entre BSZ e as variáveis de valor, sugerindo que empresas com conselhos de tamanho intermediário seriam, em média, pior avaliadas pelo mercado em relação a empresas com conselhos de tamanhos extremos. Como os códigos de governança recomendam a adoção de conselhos com tamanho intermediário, o resultado contraria a hipótese de que empresas com esta característica seriam mais bem avaliadas pelo mercado, *ceteris paribus*. Não foi constatada significância entre BSZ e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA. Entretanto, é importante ressaltar que em todas as regressões obteve-se uma relação quadrática negativa entre tamanho do conselho e essas variáveis, sugerindo que empresas com conselhos de tamanho intermediário auferiram, em média, melhores margens no período. Em relação à proporção de membros externos no conselho (OUT), observou-se uma relação ambígua entre esta variável e as variáveis de desempenho, com mudança de sinal dos coeficientes de acordo com o método de estimação empregado (MQO, EA, EF).

A influência da concentração do direito de voto (*CON*) em posse do controlador sobre o desempenho corporativo também merece destaque. Nas regressões utilizando o método dos mínimos quadrados ordinário (MQO), obteve-se uma relação positiva entre *CON* e todas as variáveis de desempenho utilizadas, sugerindo que as companhias onde o controlador possui maior poder de voto apresentaram, em média, melhor desempenho. Entretanto, quando foram realizadas regressões utilizando os procedimentos de efeitos aleatórios (EA) e de efeitos fixos (EF), mais robustos econometricamente, houve uma inversão dos sinais, com a presença de uma relação negativa e significativa entre *CON* e as variáveis de valor Q e VF e entre com a variável de rentabilidade LAJIRDA. Esses resultados sugerem que a concentração das ações ordinárias em posse dos controladores é negativa para o desempenho corporativo. Ademais, os resultados mostram que a aplicação exclusiva do método de MQO poderia levar a considerações incorretas sobre a relação entre *CON* e

desempenho. Os resultados obtidos para a concentração do direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) em posse do controlador foram similares aos obtidos para *CON*, não corroborando a hipótese de que uma maior participação do controlador sobre o total de capital próprio investido na companhia seria associada a uma melhor avaliação da empresa pelo mercado ou a um melhor desempenho corporativo. Não obteve-se uma relação significativa estatisticamente entre a disparidade do direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (*DIF*) em posse do controlador e as variáveis de desempenho. De forma similar aos resultados da seção 4.4.2, obteve-se uma relação positiva significativa a 1% entre o nível de endividamento (*ALAV*) e as métricas de valor e uma relação oposta (negativa significativa a 1%) entre *ALAV* e a métrica de rentabilidade *LOAT*. Ademais, a liquidez das ações (*LIQ*) também apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis de valor. O tamanho da empresa (*Log(REC)*) apresentou uma relação positiva significativa a 1% contra as variáveis de rentabilidade, sugerindo que as empresas maiores auferem, em média, melhores margens de lucro. Embora não significativa, a tangibilidade das operações das empresas apresentou uma relação negativa com todas as variáveis de desempenho, sugerindo que as empresas com maior proporção de intangíveis (menor *TANG*) são, em média, mais bem avaliadas pelo mercado e alcançam melhor desempenho econômico-financeiro.

4.5 Relação entre governança corporativa e desempenho com equações simultâneas

A análise por meio de equações isoladas (regressões simples e múltiplas) apresentada na seção anterior (4.4), parte da premissa de que as variáveis de governança corporativa e de estrutura de propriedade são exógenas. Entretanto, conforme observado pelos resultados das seções 4.2 e 4.3, diversas variáveis podem influenciar a qualidade da governança corporativa e a concentração da estrutura de propriedade das empresas, fortalecendo a hipótese de que essas variáveis são, ao invés de variáveis exógenas, variáveis endógenas determinadas a partir de características observáveis das empresas. Desta forma, é provável a existência de uma

situação de causalidade reversa entre as variáveis, conforme argumentado na seção 3.4.1. Com base nessa hipótese, construiu-se um sistema de equações simultâneas com três equações visando a capturar a relação de interdependência entre governança corporativa, estrutura de propriedade e desempenho corporativo. O modelo de pesquisa construído⁵³ reúne em um único sistema as equações utilizadas nas seções 4.2, 4.3 e 4.4, estimando os coeficientes de forma conjunta. Os resultados são apresentados nas seções 4.5.1 e 4.5.2. Foi utilizado o procedimento de mínimos quadrados com três estágios (3SLS).

Adicionalmente, tendo em vista (de acordo com a literatura) que a estrutura de capital também possui considerável probabilidade de ser uma variável endógena, estimou-se alternativamente sistemas de equações simultâneas com quatro equações ao invés de três. Esses sistemas de equações alternativos, apresentados nas seções 4.5.3 e 4.5.4, assumem a estrutura de capital não apenas como uma variável explicativa do desempenho corporativo, mas também como uma variável dependente de determinadas características das empresas.

4.5.1 Sistema de equações simultâneas com três equações com índice de governança

O sistema de equações testado nesta seção utiliza o índice de governança (IGOV) como aproximação para a qualidade da governança corporativa:

$$\left\{ \begin{array}{l} DESEMP = \beta_{11} * IGOV + \beta_{12} * OWN + \beta_{13} * ALAV + \beta_{14} * \log(REC) + \beta_{15} * IND + \\ + \beta_{16} * ADR + \beta_{17} * BOV + \beta_{18} * IDENT + \beta_{19} * LIQ + \beta_{110} * TANG + \varepsilon_1 \\ IGOV = \beta_{21} * OWN + \beta_{22} * DESEMP + \beta_{23} * CREC + \beta_{24} * \log(REC) + \beta_{25} * TANG + \\ + \beta_{26} * ADR + \beta_{27} * BOV + \beta_{28} * IND + \beta_{29} * IDENT + \beta_{210} * PAYOUT + \varepsilon_2 \\ OWN = \beta_{31} * IGOV + \beta_{32} * DESEMP + \beta_{33} * \log(REC) + \beta_{34} * TANG + \beta_{35} * (FCL/S) + \\ + \beta_{36} * (I/K) + \beta_{37} * IDIOS + \beta_{38} * IND + \beta_{39} * IDENT + \beta_{310} * PAYOUT + \varepsilon_3 \end{array} \right.$$

Equação 26

⁵³ Descrito na seção 3.1.3.

Onde *OWN* representa as variáveis de estrutura de propriedade utilizadas alternadamente (*CON*, *PROP*, *DIF*) e *DESEMP* representa as variáveis de valor (*Q* e *VF*) e de rentabilidade (*LOAT* e *LAJIRDA*), também utilizadas alternadamente. A definição das demais variáveis é apresentada na seção 3.2. Tendo em vista a grande quantidade de sistemas testados com especificações alternativas, é apresentado nos quadros a seguir um resumo dos resultados, contendo apenas o sentido da relação entre as variáveis e o nível de significância estatística. Exemplos de regressões completas são apresentados no apêndice. Como exemplo para leitura dos resultados, a coluna 1 representa um sistema de equações utilizando *Q* de Tobin como variável de valor e a concentração do direito de voto em posse do controlador (*CON*) como variável de estrutura de propriedade. A coluna 12, por exemplo, apresenta os resultados de um outro sistema de equações, dessa vez utilizando *LAJIRDA* como variável de rentabilidade e *DIF* como variável de estrutura de propriedade.

Equação de Desempenho Corporativo		Q			VF			LOAT			LAJIRDA		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
GC	IGOV	+	+	+**	-	-	+	***	***	**	**	**	-
Estrutura de Propriedade	CON	+			-			+			+		
	PROP		-			-			+			+	
	DIF			+*			+*			+			-
Variáveis de Controle	ALAV	+***	+***	+	+	+	-	-	-	-	+	+	+
	ADR	+	+	-	+	+	-	+**	+**	+*	+*	+**	+
	BOV	-	-	-	-	-	-	-	+	-	-	-	-
	LOGREC	+	+	-	+	+	-	+***	+***	+***	+***	+***	+*
	LIQ	+	+	-	+	+	-	+	+	+	+	+	+
	TANG	-*	-	+	-*	-	+	+	+	+	+	-	-
Equação de Governança Corporativa		IGOV											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Estrutura de Propriedade	CON	-			-			+			-		
	PROP		+			+			+			+	
	DIF			-			**			+			-
Desempenho Corporativo	Q	+***	+**	+***									
	VF				+***	+***	+***						
	LOAT							***	***	***			
	LAJIRDA										-	-	+
Variáveis de Controle	CREC	-	-	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-
	ADR	+*	+*	+**	-	+	+	+**	+*	+**	+**	+***	+***
	BOV	-	+	+	+	-	+	-	+	-	-	+	+
	LOGREC	+***	+**	+*	+***	+*	+	+***	+***	+***	+***	+***	+
	PAYOUT	+	+	+	+	+	+	-	-	+	+	+	-
	TANG	+	+	+	+**	-	-	+	+	+	+	-	-
Equação de Estrutura de Propriedade		CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
GC	IGOV	-	-	+	+	+	-	-	-	+	-	-	+
Desempenho Corporativo	Q	+	+	-									
	VF				-*	-*	+						
	LOAT							-	-	+			
	LAJIRDA										-	+**	**
Variáveis de Controle	LOGREC	+	+*	-	-	-	-	+	+**	-	+	+	-
	TANG	+	+*	-*	-	-	-	+	+*	**	-	+**	**
	FCL/S	+	-	+	+	+	+	+	-	+	+	-	+
	I/K	+*	+*	-	+	+	-	+**	+*	-	+*	+*	-
	IDIOS	**	-	-	-*	-	-	***	-	-	**	+	-
	PAYOUT	-	+	-	-	-	-	-	-	-	-	+	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 26. Sistema de equações simultâneas com três equações com índice de governança (IGOV).

Os resultados descritos na Tabela 26 para a equação de desempenho corporativo⁵⁴ indicam uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa (IGOV) e o Q de Tobin (nível de significância de 5% na regressão que utiliza *DIF* como variável de estrutura de propriedade). Por outro lado, os resultados indicam também uma relação negativa significativa entre IGOV e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA. Em relação às outras variáveis explicativas, observa-se uma relação positiva entre *DIF* e as variáveis de desempenho corporativo (significante a 10% contras as variáveis de valor Q e VF). O nível de endividamento (ALAV) apresenta uma relação positiva significativa com Q de Tobin. A emissão de ADRs é positivamente relacionada com praticamente todas as variáveis de desempenho, especialmente as de rentabilidade, corroborando a idéia de que a emissão de ADRs é positiva para o valor da empresa. O tamanho da empresa (Log(REC)) possui uma relação positiva significativa no nível de 1% com as variáveis de rentabilidade, sugerindo novamente que as companhias maiores são, em média, mais rentáveis. Por fim, o nível de tangibilidade das operações apresenta uma relação negativa com as variáveis de valor e ambígua em relação às variáveis de rentabilidade, sugerindo que empresas com maior proporção de intangíveis são, em média, mais bem avaliadas pelo mercado.

Em relação à equação de determinantes da qualidade da governança corporativa, os resultados descritos na Tabela 26 sugerem uma forte influencia positiva das variáveis de valor Q e VF sobre a qualidade da governança corporativa (significante a 1%). Por outro lado, os resultados também sugerem uma relação negativa significativa a 1% entre LOAT e a qualidade da governança corporativa. A maior significância dos resultados da influência das variáveis de desempenho sobre a qualidade da governança corporativa, em comparação com os resultados obtidos no sentido inverso (da qualidade da governança sobre as variáveis de desempenho)

⁵⁴ A equação de desempenho corporativo é representada pela primeira parte da tabela. Nesta equação, as variáveis de desempenho (Q, VF, LOAT e LAJIRDA) atuam como variáveis dependentes.

sugere que é mais provável um desempenho positivo influenciar a qualidade da governança do que a governança corporativa acarretar melhor desempenho. Este resultado questiona os modelos aplicados na maior parte dos estudos empíricos realizados (que visam a analisar o impacto da governança corporativa sobre o desempenho), já que provavelmente a relação não é unidirecional e, mesmo que fosse, poderia seria mais adequado tratá-la no sentido inverso (do desempenho para a qualidade da governança). Em relação às outras variáveis, a emissão de ADRs possui impacto positivo significativo sobre o nível de governança em quase todas as especificações, corroborando a idéia de que a emissão de ADRs influencia positivamente a qualidade da governança corporativa. O tamanho da companhia também apresentou relação positiva significativa com IGOV em quase todos os modelos, sugerindo que as companhias maiores possuem, em média, melhor nível de governança.

Em relação à equação de determinantes da concentração da estrutura de propriedade, os resultados apontam uma influência negativa das variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA sobre a concentração das ordinárias em posse do controlador⁵⁵ (*CON*). Ademais, observa-se uma relação positiva significativa entre a taxa de investimentos da empresa (*I/K*) e *CON*, corroborando a hipótese de que, quanto maior o gasto a ser definido pelo livre arbítrio do interno (gestor/empreendedor), maior a concentração do direito de controle desejada por ele. Como resultado importante, observou-se uma relação negativa significativa entre o risco idiossincrático da empresa (*IDIOS*) e *CON*, indicando que, quando maior o risco específico da empresa, menor a concentração da propriedade desejada pelos controladores.

⁵⁵ Essa relação pode ser observada por meio das colunas 4, 7 e 10, respectivamente.

4.5.2 Sistema de equações simultâneas com três equações com variáveis de estrutura do conselho

Alternativamente, foi construído um sistema de equações utilizando variáveis relacionadas a estrutura do conselho de administração como variáveis de governança corporativa. Assim como na seção 4.4.3, foram utilizadas as variáveis unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DE), tamanho do conselho (BSZ) e proporção de externos no conselho de administração (OUT). O tamanho do conselho foi escolhido como a variável de governança a ser utilizada como variável dependente na equação de determinantes da governança corporativa, haja vista que DE é uma variável binária e OUT é uma variável com restrições sobre sua validade⁵⁶. Desta forma, o modelo testado foi:

$$\left\{ \begin{array}{l} DESEMP = \beta_{11} * DE + \beta_{12} * \ln(BSZ) + \beta_{13} * \ln(BSZ)^2 + \beta_{14} * OUT + \beta_{15} * OWN + \\ \beta_{16} * ALAV + \beta_{17} * \log(REC) + \beta_{18} * IND + \beta_{19} * IDENT + \beta_{110} * LIQ + \beta_{111} * TANG + \varepsilon_1 \\ \\ \ln(BSZ) = \beta_{21} * OWN + \beta_{22} * DESEMP + \beta_{23} * CREC + \beta_{24} * \log(REC) + \beta_{25} * TANG + \\ + \beta_{26} * ADR + \beta_{27} * BOV + \beta_{28} * IND + \beta_{29} * IDENT + \beta_{210} * PAYOUT + \varepsilon_2 \\ \\ OWN = \beta_{31} * DESEMP + \beta_{32} * \log(REC) + \beta_{33} * TANG + \beta_{34} * (FCL/S) + \beta_{35} * (I/K) \\ + \beta_{36} * IDIOS + \beta_{37} * IND + \beta_{38} * IDENT + \beta_{39} * PAYOUT + \varepsilon_3 \end{array} \right.$$

Equação 27

É apresentado nos quadros a seguir um resumo dos resultados. Cada coluna corresponde a um sistema de equações simultâneas diferente. Como exemplo para leitura dos resultados, a coluna 4 representa um sistema de equações utilizando VF como variável de valor e CON como variável de estrutura de propriedade.

⁵⁶ Isto ocorre porque OUT pressupõe que a proporção de membros não executivos no conselho constitui boa aproximação para a independência do órgão, o que dificilmente é verdade tendo em vista a imposição legal de no máximo um terço de conselheiros internos (executivos) e a prática de os controladores nomearem conselheiros externos para defenderem seus interesses.

Equação de Desempenho Corporativo		Q			VF			LOAT			LAJIRDA		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Governança Corporativa	DE	+*	+	+**	+***	-	-	_-***	_-***	_-***	-	_-***	-
	InBSZ	_-**	_-**	_-***	_-***	-	_-**	-	-	-	+*	+	+
	InBSZ^2	+**	+**	+***	+***	+	+**	+	+	+	-	-	-
	OUT	+**	+***	+***	+***	+***	+**	-	-	+	+	-	+
Estrutura de Propriedade	CON	_-***			_-***			-			-		
	PROP		+***			_-**			-			+	
	DIF			_-***			_-**			-			_-***
Variáveis de Controle	ALAV	+***	+***	+***	+	+***	+***	_-***	_-***	_-***	_-***	_-***	_-***
	LOGREC	-	_*	_-***	-	+*	-	+***	+***	+***	+***	+***	+**
	LIQ	+***	+***	+***	+***	+*	+***	-	-	-	+	+	+
	TANG	_-***	_-***	_-***	_-**	-	_-***	-	-	-	-	-	_-***
Equação de Governança Corporativa		InBSZ											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Estrutura de Propriedade	CON	_-***			_-***			_-***			_-***		
	PROP		_-***			_-***			_-***			_-***	
	DIF			_-***			_-***			_-***			_-***
Desempenho Corporativo	Q	+	+***	_*									
	VF				+	+***	+						
	LOAT							_-**	_-***	+			
	LAJIRDA										_-***	_-***	+***
Variáveis de Controle	CREC	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
	ADR	+	_-***	+***	+	_-***	+***	+	_-***	+***	+	_-***	+
	BOV	+***	_-***	+	+***	_-***	-	+***	_-***	+	+***	_-***	+
	LOGREC	_-**	+***	-	_*	+***	+	-	+***	-	+	+***	-
	PAYOUT	-	-	-	-	+	-	-	-	-	-	-	-
	TANG	-	+***	-	-	+***	-	-	+***	-	_-***	+*	-
Equação de Estrutura de Propriedade		CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Desempenho Corporativo	Q	-	+***	_-***									
	VF				-	+	_-**						
	LOAT							-	_-**	+			
	LAJIRDA										-	-	_-***
Variáveis de Controle	LOGREC	-	+**	_-***	-	+**	_-***	-	+***	_-***	+	+**	-
	TANG	-	+	_-***	-	+	_-***	-	+	_-***	-	+	_-***
	FCL/S	-	_-***	+	_-**	_-***	+	_-***	_-***	+	_-***	_-***	+
	I/K	_*	_-***	-	_*	_-***	-	-	_-***	-	-	_-***	+
	IDIOS	+	_-**	-	+	_-***	-	+	-	-	+***	-	-
	PAYOUT	+	-	-	+	+	-	-	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 27. Sistema de equações simultâneas com três equações com variáveis de estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT).

Em linhas gerais, os resultados utilizando variáveis de estrutura do conselho se mostraram bem mais significantes do que os resultados utilizando IGOV como variável de

governança, provavelmente devido ao tamanho da amostra consideravelmente maior, já que havia disponibilidade de dados dessas variáveis para um período de cinco anos. Foram utilizadas variáveis binárias relativas ao ano em questão, setor de atuação e identidade dos acionistas controladores, omitidas das tabelas. Assim como os resultados obtidos na seção 4.4.3 (regressões múltiplas isoladas), os resultados descritos na Tabela 27 para a equação de desempenho corporativo indicam uma mudança completa do impacto da variável DE sobre o desempenho corporativo, de acordo com a aproximação utilizada para a variável de desempenho. Quando é utilizada a variável de valor Q de Tobin, obtém-se uma relação positiva entre a unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DE) e o desempenho, sugerindo que, em média, as empresas com cargos unificados são mais bem avaliadas pelo mercado. Entretanto, a relação entre DE e Q de Tobin se mostrou novamente (conforme descrito na seção 4.4.3) muito sensível à inclusão da variável de endividamento financeiro (ALAV), com inversão de sinal dos coeficientes quando da exclusão de ALAV, não sendo possível ser conclusivo sobre a relação entre a unificação de cargos e o valor de mercado das empresas. Por outro lado, observou-se uma relação sempre negativa entre DE e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, sugerindo que as empresas com unificação dos cargos auferiram, em média, piores margens no período. Em relação ao tamanho do conselho (BSZ) observou-se uma relação quadrática positiva e significativa entre BSZ e as variáveis de valor Q e VF, sugerindo que empresas com conselhos de tamanho intermediário seriam, em média, pior avaliadas pelo mercado em relação a empresas com conselhos de tamanhos extremos. Em relação à proporção de membros externos no conselho (OUT), observou-se uma relação positiva significativa a 1% entre esta variável e as variáveis de valor, sugerindo fortemente que as empresas com maior proporção de externos no conselho são mais bem avaliadas pelo mercado. A concentração do direito de voto (*CON*) e a disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*DIF*)

apresentaram uma relação negativa significativa com as variáveis de desempenho em quase todas as especificações, sugerindo que uma maior concentração de poder nas mãos do acionista controlador possui impacto negativo sobre o desempenho corporativo, principalmente em relação às variáveis de valor Q e VF. De forma consistente com os resultados da seção 4.4, obteve-se uma relação positiva significativa a 1% entre o nível de endividamento (ALAV) e as métricas de valor e uma relação oposta (negativa significativa a 1%) entre ALAV e a métrica de rentabilidade LOAT. Ademais, a liquidez das ações (LIQ) também apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis de valor Q e VF, indicando que as empresas com ações mais líquidas são, em média, mais bem avaliadas pelo mercado. O tamanho da empresa (Log(REC)) apresentou uma relação positiva significativa no nível de 1% com as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, novamente indicando que as empresas maiores auferem maiores margens de lucro. Por fim, a tangibilidade das operações (TANG) apresentou uma relação negativa significativa a 1% com as variáveis de valor e uma relação negativa não significativa com as variáveis de rentabilidade, sugerindo que as empresas com maior proporção de intangíveis são, em média, mais bem avaliadas pelo mercado e alcançam melhor desempenho econômico-financeiro.

Em relação à equação de determinantes da governança corporativa, observou-se uma relação negativa significativa no nível de 1% entre a concentração da propriedade (*CON*, *PROP* e *DIF*) e o tamanho do conselho (BSZ), sugerindo fortemente que, quanto maior o percentual de ações em posse do controlador, menor o tamanho do conselho de administração. Os resultados também sugerem uma influência positiva das variáveis de valor Q e VF sobre o tamanho do conselho e uma influência negativa das variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA sobre BSZ. Como importante novo resultado, observou-se uma relação positiva significativa no nível de 1% entre as oportunidades futuras de crescimento (CREC) e o tamanho do conselho em todas as especificações, indicando que as empresas com maiores

oportunidades futuras de crescimento apresentam, em média, maiores conselhos. Em relação às variáveis de emissão de ADRs (*ADR*) e adesão aos níveis de governança da Bovespa (*BOV*), ambas apresentaram resultados similares. Nas regressões utilizando *CON* e *DIF* como variáveis de estrutura de propriedade, observou-se uma relação positiva significativa dessas variáveis com o tamanho do conselho. Já nas regressões utilizando o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*PROP*) como variável de estrutura de propriedade, observou-se uma relação negativa significativa de *ADR* e *BOV* com *BSZ*. Observou-se ainda uma relação positiva significativa a 1% entre a tangibilidade das operações (*TANG*) e *BSZ* nas regressões utilizando *PROP* como variável de estrutura de propriedade.

Em relação à equação de determinantes da concentração da estrutura de propriedade, os resultados sugerem uma relação negativa entre as variáveis de desempenho e a concentração das ações ordinárias em posse do controlador⁵⁷ (*CON*), e uma relação negativa significativa entre as variáveis *Q*, *VF* e *LAJIRDA* e o excesso do direito de voto em posse do controlador (*DIF*). Para as demais variáveis, observou-se uma inversão de resultados em relação aos obtidos na seção anterior (4.5.1). Obteve-se uma relação negativa entre a taxa de investimentos (*I/K*) e *CON* e entre o fluxo de caixa livre (*FCL/S*) e *CON*, contrariando a hipótese de maior concentração do direito de voto pelo controlador em empresas com maiores gastos a serem definidos pelo livre arbítrio do gestor. Ademais, obteve-se uma relação positiva entre o risco idiossincrático da empresa (*IDIOS*) e *CON*, sugerindo uma maior concentração do direito de voto em empresas com maior risco específico.

4.5.3 Sistema de equações simultâneas com quatro equações com índice de governança

O sistema de equações testado nesta seção adiciona a estrutura de capital como uma variável endógena, de acordo com o modelo:

⁵⁷ Essa relação pode ser observada por meio das colunas 1, 4, 7 e 10, respectivamente.

$$\left\{ \begin{array}{l}
 DESEMP = \beta_{11} * IGOV + \beta_{12} * OWN + \beta_{13} * ALAV + \beta_{14} * \log(REC) + \beta_{15} * IND + \\
 + \beta_{16} * ADR + \beta_{17} * BOV + \beta_{18} * IDENT + \beta_{19} * LIQ + \beta_{110} * TANG + \varepsilon_1 \\
 \\
 IGOV = \beta_{21} * OWN + \beta_{22} * DESEMP + \beta_{23} * CREC + \beta_{24} * \log(REC) + \beta_{25} * TANG + \\
 + \beta_{26} * ADR + \beta_{27} * BOV + \beta_{28} * IND + \beta_{29} * IDENT + \beta_{210} * PAYOUT + \varepsilon_2 \\
 \\
 OWN = \beta_{31} * IGOV + \beta_{32} * DESEMP + \beta_{33} * \log(REC) + \beta_{34} * TANG + \beta_{35} * (FCL/S) + \\
 + \beta_{36} * (I/K) + \beta_{37} * IDIOS + \beta_{38} * IND + \beta_{39} * IDENT + \beta_{310} * PAYOUT + \varepsilon_3 \\
 \\
 ALAV = \beta_{41} * IGOV + \beta_{42} * DESEMP + \beta_{43} * OWN + \beta_{44} * \log(REC) + \beta_{45} * IND + \\
 + \beta_{46} * IDENT + \beta_{47} * TANG + \varepsilon_4
 \end{array} \right.$$

Equação 28

Conforme as seções anteriores, são apresentados quadros resumindo os resultados, com a apresentação de exemplos de regressões completas no apêndice. Como exemplo para leitura dos resultados, a coluna 4 representa um sistema de equações utilizando VF como variável de valor e CON como variável de estrutura de propriedade.

Equação de Desempenho Corporativo		Q			VF			LOAT			LAJIRDA		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
GC	IGOV	-	+*	+	-	-	+	-**	-***	-	-***	-***	-
Estrutura de Propriedade	CON	-**			-			-			-		
	PROP		-**			-***			-			-	
	DIF			+			+			+			+
Variáveis de Controle	ALAV	-**	-*	+	-	-**	-	-**	-*	-**	-	-	-
	ADR	+	-	+	+*	+*	-	+	+*	+	+	+	+
	BOV	+	+	+	+	+	-	+	-	-	-	-	-
	LOGREC	+	-	-	+	+	-	+***	+***	+***	+***	+***	+**
	LIQ	+	-	+	+	+	-	+	+	-	+	+	-
	TANG	-	-	-	-	-	-	+	+	+	-	-	-
Equação de Governança Corporativa		IGOV											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Estrutura de Propriedade	CON	-			-			+			+		
	PROP		+			+			+			+	
	DIF			-			-			-			-
Desempenho Corporativo	Q	+	+*	+**									
	VF				+	+	+						
	LOAT							-*	-**	-			
	LAJIRDA										-***	-**	-
Variáveis de Controle	CREC	+	+	-	+	+	+	-	-	-	-	-	-
	ADR	+	+	+	+	+	+	+*	+**	+**	+**	+**	+**
	BOV	+	-	+	+	-	+	-	+	+	-	-	-
	LOGREC	+***	+	+	+***	+***	+	+***	+***	+***	+***	+***	+*
	PAYOUT	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-	-
	TANG	+	+	+	+	+	+	+	-	-	-	-	-
Equação de Estrutura de Propriedade		CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
GC	IGOV	+	+	-	+	+	+	-	-	-	-	-	+
Desempenho Corporativo	Q	-	-	+									
	VF				-	-	-						
	LOAT							-	+	-			
	LAJIRDA										-	+	-**
Variáveis de Controle	LOGREC	+	-	+	-	+	-	+	+	+	+	+	+
	TANG	-	-	+	-	-	-	+	+	-	-	+**	-**
	FCL/S	+	+	-	+	+	+	+	-	+	-	-	+
	I/K	+	+	+	+*	+	-	+	+	+	+**	+*	+
	IDIOS	-***	-	+	-*	-	-	-	+	-	-*	+	-**
	PAYOUT	-	-	+	-	-	-	-	+	-	-	+	-

Equação de Estrutura de Capital		ALAV													
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
GC	IGOV	-	+	+	+	+	+	*	-	-	-	-	-	-	+
Desempenho Corporativo	Q	+	-*	+											
	VF				-	-**	-								
	LOAT							-**	-**	-***					
	LAJIRDA										-	-	-*		
Estrutura de Propriedade	CON	-**			-*				-			-**			
	PROP		-**			-***			-**	+			-*		
	DIF			+			+								+
Var. Controle	LOGREC	+	+	-	-	+	-	+	+	+	+	+	+	+	+
	TANG	+	-	+	-	-	-	-	+	+	-	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 28. Sistema de equações simultâneas com quatro equações com índice de governança (IGOV).

Para a equação de desempenho corporativo, os resultados indicam uma relação positiva entre a qualidade da governança corporativa (IGOV) e Q de Tobin e uma relação negativa significativa estatisticamente entre IGOV e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA. Observou-se uma relação negativa entre a concentração do direito de voto em posse do controlador (*CON*) e todas as variáveis de valor e rentabilidade (significante no nível de 5% contra Q). Ademais, observou-se uma relação positiva não significativa entre o excesso do direito de voto em posse do controlador (*DIF*) e as variáveis de desempenho. Houve uma mudança de sentido da influência do nível de endividamento (ALAV) sobre as variáveis de valor Q e VF em relação aos resultados obtidos com o sistema de três equações da seção 4.5.1. No sistema com quatro equações, obteve-se uma relação negativa entre ALAV e todas as variáveis de desempenho, sugerindo um impacto negativo do endividamento sobre o desempenho corporativo. Ademais, a mudança de sinal de ALAV corrobora a hipótese de que a estrutura de capital é uma variável endógena, determinada a partir de características observáveis das empresas. A emissão de ADRs se mostrou positivamente relacionada com as variáveis de valor em todas as especificações. O tamanho da empresa (Log(REC)) possui uma relação positiva significativa a 1% com as variáveis de rentabilidade. Por fim, o nível de tangibilidade das operações apresentou uma relação negativa não significativa com as variáveis de valor e ambígua em relação às variáveis de rentabilidade.

Em relação à equação de determinantes da qualidade da governança corporativa, não observou-se uma relação consistente entre estrutura de propriedade e qualidade da governança. Em relação às variáveis de desempenho, Q e VF apresentaram influência positiva sobre o nível de governança corporativa. Entretanto, os resultados também apontaram para uma relação negativa significativa estatisticamente entre LOAT e LAJIRDA e o nível de governança. Os resultados sugerem que companhias com melhor percepção do mercado em relação aos seus papéis aderem a melhores práticas de governança, enquanto empresas com melhor desempenho operacional acabam não aderindo a melhores práticas de governança, eventualmente devido ao interesse em não distribuir os bons resultados operacionais. Por fim, a emissão de ADRs possui impacto positivo sobre o nível de governança em quase todas as especificações, e o tamanho da companhia apresenta relação positiva significativa a 1% com IGOV em quase todos os modelos.

Em relação à equação de determinantes da concentração da estrutura de propriedade, os resultados sugerem uma influência negativa (não significativa) das variáveis de desempenho sobre a concentração das ações ordinárias em posse do controlador⁵⁸ (*CON*). Ademais, observa-se uma relação positiva significativa entre a taxa de investimentos da empresa (*I/K*) e *CON* e uma relação negativa significativa entre o risco idiossincrático da empresa (*IDIOS*) e *CON*, de forma similar aos resultados da seção 4.5.1.

Em relação à equação de determinantes da estrutura de capital, observou-se uma relação negativa significativa estatisticamente entre o percentual de ações ordinárias em posse do controlador⁵⁹ (*CON*) e o nível de endividamento das empresas, sugerindo fortemente que, quanto maior o poder de voto do controlador, menor o nível de endividamento da companhia. Essa mesma relação negativa foi obtida nas regressões utilizando o direito sobre o fluxo de

⁵⁸ Essa relação pode ser observada por meio das colunas 1, 4, 7 e 10, respectivamente.

⁵⁹ Novamente, essa relação pode ser observada por meio das colunas 1, 4, 7 e 10, respectivamente.

caixa (*PROP*) como variável de estrutura de propriedade. Os resultados sugerem que, em média, quanto maior a proporção de recursos próprios investidos pelo controlador nas companhias, menor o endividamento, provavelmente devido ao interesse em evitar maior risco de falência. Observou-se também uma relação negativa entre a rentabilidade da companhia (*LOAT* e *LAJIRDA*) e o nível de endividamento, sugerindo que as empresas com melhores resultados operacionais tendem a se endividar menos.

4.5.4 Sistema de equações simultâneas com quatro equações com variáveis de estrutura do conselho

Além de adicionar a estrutura de capital como uma variável endógena, esta seção utiliza alternativamente variáveis relacionadas a estrutura do conselho de administração como variáveis de governança (similar a seção 4.5.2). Especificamente, aplicou-se o modelo:

$$\left\{ \begin{array}{l} DESEMP = \beta_{11} * DE + \beta_{12} * \ln(BSZ) + \beta_{13} * \ln(BSZ)^2 + \beta_{14} * OUT + \beta_{15} * OWN + \\ \beta_{16} * ALAV + \beta_{17} * \log(REC) + \beta_{18} * IND + \beta_{19} * IDENT + \beta_{110} * LIQ + \beta_{111} * TANG + \varepsilon_1 \\ \\ \ln(BSZ) = \beta_{21} * OWN + \beta_{22} * DESEMP + \beta_{23} * CREC + \beta_{24} * \log(REC) + \beta_{25} * TANG + \\ + \beta_{26} * ADR + \beta_{27} * BOV + \beta_{28} * IND + \beta_{29} * IDENT + \beta_{210} * PAYOUT + \varepsilon_2 \\ \\ OWN = \beta_{31} * DESEMP + \beta_{32} * \log(REC) + \beta_{33} * TANG + \beta_{34} * (FCL/S) + \beta_{35} * (I/K) + \\ + \beta_{36} * IDIOS + \beta_{37} * IND + \beta_{38} * IDENT + \beta_{39} * PAYOUT + \varepsilon_3 \\ \\ ALAV = \beta_{41} * DE + \beta_{42} * \ln(BSZ) + \beta_{43} * \ln(BSZ)^2 + \beta_{44} * OUT + \beta_{45} * DESEMP + \\ + \beta_{46} * OWN + \beta_{47} * \log(REC) + \beta_{48} * IND + \beta_{49} * IDENT + \beta_{410} * TANG + \varepsilon_4 \end{array} \right.$$

Equação 29

Conforme as seções anteriores, são apresentados quadros com um resumo dos resultados. O apêndice do trabalho apresenta exemplos de regressões completas. Como exemplo para leitura dos resultados, a coluna 7 representa um sistema de equações utilizando *LOAT* como variável de rentabilidade e *CON* como variável de estrutura de propriedade.

Equação de Desempenho Corporativo		Q			VF			LOAT			LAJIRDA		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Governança Corporativa	DE	+	-	+	-	_-***	-	_-***	_-***	_-***	_-***	_-***	_-***
	InBSZ	_-**	_-***	-	_-**	_-**	-	_-*	-	-	-	+	+
	InBSZ^2	+**	+***	+	+**	+**	+	+*	+	+	+	-	-
	OUT	+***	+***	+**	+**	+***	+	+	-	-	+*	-	-
Estrutura de Propriedade	CON	_-***			_-***			_-**			_-**		
	PROP		-			_-***			_-***			_-***	
	DIF			_-***			-			+			+
Variáveis de Controle	ALAV	-	+	+**	-	_-**	+	_-***	_-***	_-***	_-***	_-***	_-***
	LOGREC	_-***	-	_-***	-	+**	-	+	+***	+	+	+***	+**
	LIQ	+***	+**	+***	+**	+	+**	-	+	-	+	+	-
	TANG	_-***	_-***	_-***	_-**	-	_-**	_-*	+	-	_-***	-	_-***
Equação de Governança Corporativa		InBSZ											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Estrutura de Propriedade	CON	_-***			_-***			_-***			_-***		
	PROP		_-***			_-***			_-***			_-***	
	DIF			_-***			_-**			_-***			_-***
Desempenho Corporativo	Q	_-*	+	+*									
	VF				_-*	-	+***						
	LOAT							_-**	-	-			
	LAJIRDA										_-**	+	-
Variáveis de Controle	CREC	+***	+**	+**	+***	+***	+**	+***	+**	+**	+***	+**	+**
	ADR	+	-	+	+	_-***	+	-	_-*	+***	+	_-***	+***
	BOV	+***	_-***	+	+***	_-***	-	+***	_-***	+	+***	_-***	+
	LOGREC	-	+***	-	-	+***	+	+	+***	+	+	+***	+
	PAYOUT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	TANG	_-*	+***	-	-	+***	+	-	+**	+	_-**	+***	-
Equação de Estrutura de Propriedade		CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF	CON	PROP	DIF
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Desempenho Corporativo	Q	_-**	_-*	-									
	VF				_-***	_-***	-						
	LOAT							+***	+*	-			
	LAJIRDA										-	-	_-***
Variáveis de Controle	LOGREC	-	+**	_-***	-	+***	_-***	_-***	-	-	-	+	+
	TANG	-	+	_-***	-	+	_-***	+	+	-	-	+	_-***
	FCL/S	-	-	+	-	_-**	-	_-***	_-*	+	_-*	_-**	+
	I/K	_-**	_-***	-	-	_-***	-	+***	+	+	-	_-***	-
	IDIOS	+	_-**	+	+	_-***	-	+***	+	-	+	-	_-**
	PAYOUT	-	-	+	-	-	-	+	+	-	-	-	-

Equação de Estrutura de Capital		ALAV											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Governança Corporativa	DE	_ **	_ ***	_ ***	_ **	_ ***	_ ***	_ ***	_ ***	_ ***	_ ***	_ ***	_ ***
	lnBSZ	_ *	-	+	_ **	-	-	_ **	-	-	-	+	+
	lnBSZ^2	_ + *	+	+	_ + **	+	+	_ + **	+	+	+	-	-
	OUT	+	+	-	+	+	-	+	-	-	+	-	-
Desempenho Corporativo	Q	+	-	+									
	VF				-	_ ***	_ + ***						
	LOAT							_ ***	_ ***	_ ***			
	LAJIRDA										_ ***	_ ***	_ ***
Estrutura de Propriedade	CON	_ **			_ **			_ **			_ **		
	PROP		_ ***			_ ***			_ ***			_ ***	
	DIF			_ + ***			+			+			+
Var. Controle	LOGREC	_ ***	+	+	_ **	_ + **	-	+	_ + ***	+	+	_ + ***	_ + **
	TANG	-	+	+	-	+	+	-	-	-	_ ***	-	_ **

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *** para 1%, ** para 5% e * para 10%.

Tabela 29. Sistema de equações simultâneas com quatro equações com variáveis de estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT).

Em relação à equação de desempenho corporativo, observou-se uma relação predominantemente negativa entre a unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DE) e as variáveis de valor VF e de rentabilidade LOAT e LAJIRDA (significância no nível de 1%). Esses resultados sugerem fortemente que as empresas com unificação dos cargos apresentaram, em média, pior desempenho operacional no período além de menor valor de mercado. Em relação ao tamanho do conselho (BSZ) observou-se a predominância de uma relação quadrática positiva e significativa entre BSZ e as variáveis de desempenho, principalmente em relação às métricas de valor Q e VF, sugerindo que empresas com conselhos de tamanho intermediário seriam, em média, pior avaliadas pelo mercado em relação a empresas com conselhos de tamanhos extremos. Em relação à proporção de membros externos no conselho (OUT), observou-se uma relação positiva significativa no nível de 5% com as variáveis de valor Q e VF, sugerindo fortemente que as empresas com maior proporção de externos no conselho são mais bem avaliadas pelo mercado. A concentração do direito de voto (*CON*) e a concentração do direito sobre o fluxo de caixa apresentaram uma relação negativa significativa com todas as variáveis de desempenho, sugerindo que a maior concentração de ações em posse do controlador (ordinárias ou preferenciais) é, em média,

associada com um pior desempenho corporativo. A disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*DIF*) apresentou uma relação negativa com as variáveis de valor, corroborando a hipótese de que esta característica influencia negativamente a percepção de valor das empresas pelo mercado. O nível de endividamento (*ALAV*) apresentou uma relação ambígua com as métricas de valor e uma relação negativa significativa no nível de 1% com as métricas de rentabilidade *LOAT* e *LAJIRDA*. O tamanho da empresa (*Log(REC)*) apresentou uma relação negativa com as variáveis de valor e uma relação positiva com as variáveis de rentabilidade. A liquidez das ações (*LIQ*) apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis de valor e positiva não significativa com as variáveis de rentabilidade, indicando que as empresas com ações mais líquidas apresentam, em média, melhor desempenho corporativo. Por fim, a tangibilidade das operações (*TANG*) apresentou uma relação negativa significativa nos níveis de 1% e 5% com as variáveis *Q* e *VF*, respectivamente, e uma relação negativa não significativa com *LOAT* e *LAJIRDA*, sugerindo fortemente que as empresas com maior proporção de intangíveis são, em média, mais bem avaliadas pelo mercado e auferem melhores margens.

Em relação à equação de determinantes da governança corporativa, os resultados foram similares aos obtidos no sistema com três equações descrito na seção 4.5.2. Observou-se uma relação negativa significativa no nível de 1% entre a concentração da propriedade (*CON*, *PROP* e *DIF*) e o tamanho do conselho (*BSZ*), sugerindo fortemente que, quanto maior o percentual de ações em posse do controlador, menor o tamanho do conselho de administração. As variáveis de desempenho corporativo apresentaram uma relação ambígua com o tamanho do conselho. Observou-se uma relação positiva significativa no nível mínimo de 5% entre as oportunidades futuras de crescimento (*CREC*) e o tamanho do conselho em todas as especificações, indicando que as empresas com maiores oportunidades futuras de crescimento apresentam, em média, maiores conselhos. Para as demais variáveis

independentes da equação⁶⁰, observou-se, em linhas gerais, um comportamento diferente do sentido dos coeficientes em função da variável de estrutura de propriedade utilizada. As variáveis relativas a emissão de ADRs (ADR) e a adesão aos níveis de governança da Bovespa (BOV) apresentaram resultados similares. Quando foram realizadas regressões utilizando o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*PROP*) como variável de estrutura de propriedade⁶¹, ADR e BOV apresentaram uma relação negativa significativa com o tamanho do conselho. Entretanto, quando foram realizadas regressões utilizando *CON* e *DIF* como variáveis de estrutura de propriedade, ADR e BOV apresentaram uma relação predominantemente positiva com o tamanho do conselho. Em relação ao tamanho da empresa (Log(REC)), nas regressões utilizando *PROP* como variável de estrutura de propriedade, observou-se uma relação positiva significativa a 1% entre tamanho da empresa e tamanho do conselho. Em relação a tangibilidade das operações (TANG), observou-se uma relação positiva significativa a 1% entre TANG e BSZ nas regressões com *PROP* e uma relação predominantemente negativa entre TANG e BSZ nas regressões utilizando *CON* e *DIF*.

Em relação à equação de determinantes da concentração da estrutura de propriedade, os resultados sugerem em linhas gerais uma relação negativa entre as variáveis de desempenho e as variáveis de estrutura de propriedade *CON*, *PROP* e *DIF* (com exceção de alguns resultados obtidos quando utilizada a variável LOAT). As variáveis tamanho da empresa (Log(REC)) e tangibilidade das operações (TANG) apresentaram resultados similares, com uma relação negativa significativa com a variável *DIF*⁶². Observou-se um relação negativa entre a taxa de investimentos da empresa (I/K) e a concentração da propriedade, porém esse resultado não se manteve nas regressões utilizando LOAT como variável de desempenho. Por fim, observou-se uma relação positiva entre o risco

⁶⁰ ADR, BOV, Log(REC), PAYOUT e TANG.

⁶¹ Colunas 2, 5, 8 e 11.

idiossincrático da empresa (*IDIOS*) e *CON* e ambígua entre *IDIOS* e as outras variáveis de estrutura de propriedade, *PROP* e *DIF*.

Em relação à equação de determinantes da estrutura de capital, observou-se como resultado mais importante uma forte relação negativa (significante no nível de 1%) em todas as especificações entre a unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (*DE*) e o nível de alavancagem da empresa, sugerindo de forma clara que as empresas nas quais o diretor executivo detém muito poder (sendo também o presidente do conselho, provavelmente como reflexo de seu controle acionário sobre a empresa) tendem a apresentar menor nível de endividamento. Observou-se também uma relação negativa significativa a 1% entre a rentabilidade (*LOAT* e *LAJIRDA*) e o nível de endividamento, sugerindo que as empresas com melhores resultados operacionais tendem a se endividar menos. Por fim, observou-se uma relação negativa significativa entre a concentração das ações em posse do controlador (*CON* e *PROP*) e o nível de endividamento das empresas, sugerindo novamente que, quanto maior o poder do controlador, menor o nível de endividamento da companhia.

4.5.5 Resumo dos resultados da relação entre governança corporativa e desempenho

Visando a analisar melhor a relação entre governança corporativa e desempenho, esta seção compara os resultados obtidos pela aplicação de equações isoladas (regressões simples e múltiplas) e equações simultâneas (sistemas com três e com quatro equações). Inicialmente, faz-se um resumo dos resultados para os modelos que utilizam o índice de governança como variável de governança corporativa. Em seguida, faz-se um resumo dos resultados para os modelos que utilizam as variáveis de estrutura do conselho como variáveis de governança. Por fim, faz-se uma análise geral dos resultados, sintetizando os principais resultados sobre a influência das variáveis de pesquisa sobre o desempenho corporativo.

⁶² Colunas 3, 6, 9 e 12.

4.5.5.1 Principais resultados para os modelos que utilizam o índice de governança (IGOV)

Em linhas gerais, não se observou uma influência consistente⁶³ e significativa da qualidade da governança corporativa, aproximada pelo índice de governança (IGOV), sobre o valor e a rentabilidade das empresas, já que houve mudança no sentido da relação entre IGOV e algumas variáveis de desempenho quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas, em relação aos resultados obtidos pela aplicação da abordagem de equações isoladas. Inicialmente, quando foram realizadas regressões múltiplas com equações isoladas, observou-se em linhas gerais uma relação positiva não significativa entre IGOV e as variáveis de valor Q e VF e uma relação positiva significativa entre IGOV e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA. Entretanto, quando foram realizadas regressões por meio de sistemas com três e com quatro equações simultâneas, observou-se a manutenção da relação positiva entre IGOV e Q, porém uma inversão de sinais entre IGOV e as demais variáveis de desempenho (VF, LOAT e LAJIRDA), com uma relação negativa de IGOV com essas variáveis. Como os resultados se mostraram discrepantes em função da abordagem econométrica empregada, não se pode afirmar de forma conclusiva que uma melhor qualidade da governança corporativa leva a um maior valor ou melhor rentabilidade das empresas.

Em relação ao impacto das variáveis de estrutura de propriedade (*CON*, *PROP* e *DIF*) sobre o desempenho corporativo, também observou-se uma relação inconsistente, com mudança quase completa do sentido das relações quando foram aplicadas as abordagens de equações isoladas e de equações simultâneas.

Para a variável direito de voto em posse do controlador (*CON*), observou-se, quando foram realizadas regressões múltiplas com equações isoladas, uma relação positiva significativa no nível de 1% entre *CON* e as variáveis de valor Q e VF, e uma relação

⁶³ O termo consistente significa que o sentido da relação entre as variáveis se manteve praticamente inalterado nos modelos testados, independentemente do método econométrico empregado.

ambígua entre *CON* e as variáveis de rentabilidade *LOAT* e *LAJIRDA*. Quando foram realizadas regressões por meio de um sistema com três equações simultâneas, observou-se uma relação negativa entre *CON* e *VF* e uma relação positiva não significativa entre *CON* e as demais variáveis de desempenho (*Q*, *LOAT* e *LAJIRDA*). Finalmente, quando foram realizadas regressões por meio de um sistema com quatro equações simultâneas, observou-se uma relação negativa entre *CON* e todas as variáveis de desempenho (significante no nível de 5% para *Q* de Tobin). Em resumo, a relação entre *CON* e as variáveis de valor *Q* e *VF* passou, de positiva nas regressões com equações isoladas, para cada vez mais negativa, quando foram aplicadas equações simultâneas com três e com quatro equações. Portanto, quando *CON* foi tratada como variável endógena, os resultados sugeriram que uma maior concentração de ações ordinárias em posse do controlador tende a ser associada com menor valor corporativo e com pior desempenho operacional da companhia.

Para a variável direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*PROP*), observou-se, quando foram realizadas regressões múltiplas com equações isoladas, uma relação positiva significativa a 1% entre *PROP* e as variáveis de valor *Q* e *VF*, e uma relação ambígua entre *PROP* e as variáveis de rentabilidade *LOAT* e *LAJIRDA* (de forma similar aos resultados obtidos para a variável *CON*). Quando foram realizadas regressões com um sistema de três equações simultâneas, observou-se uma relação negativa entre *PROP* e as variáveis de valor e uma relação positiva entre *PROP* e as variáveis de rentabilidade. Por fim, quando foram realizadas regressões por meio de um sistema com quatro equações simultâneas, observou-se uma relação negativa significativa a 1% com as variáveis de valor e uma relação negativa com as variáveis de rentabilidade. Em resumo, de forma similar aos resultados obtidos para a variável *CON*, a relação entre *PROP* e as variáveis de valor *Q* e *VF* passou, de positiva nas regressões com equações isoladas, para cada vez mais negativa, nas regressões com três e com quatro equações simultâneas. A relação entre *PROP* e as

variáveis de desempenho contábil LOAT e LAJIRDA se mostrou ambígua, sem um padrão claro para qualquer consideração.

Para a variável disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*DIF*), observou-se, quando foram realizadas regressões múltiplas, uma relação negativa entre *DIF* e as variáveis de valor Q e VF, e uma relação positiva entre *DIF* e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA. Quando foram realizadas regressões com um sistema de três equações simultâneas, observou-se uma relação positiva entre *DIF* e as variáveis Q, VF e LOAT e uma relação negativa entre *DIF* e a variável LAJIRDA. Por fim, quando foram realizadas regressões com um sistema de quatro equações simultâneas, observou-se uma relação positiva entre *DIF* e todas as variáveis de desempenho. Em resumo, a relação entre *DIF* e as variáveis de valor passou, de negativa nas regressões com equações isoladas, para positiva, quando foram utilizadas equações simultâneas com três e com quatro equações. Ademais a relação entre *DIF* e as variáveis de rentabilidade se mostrou quase sempre positiva e não significativa, sugerindo que uma maior disparidade do direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador tende a ser associada com um melhor desempenho operacional da companhia.

Para a variável nível de endividamento (ALAV), observou-se uma relação inconsistente desta variável com as variáveis de desempenho. Como resultado principal, observou-se uma mudança quase completa do sentido das relações entre ALAV e as variáveis de valor quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas com quatro equações, onde ALAV é modelada como uma variável endógena. Quando realizou-se regressões múltiplas com equações isoladas e equações simultâneas com três equações (onde ALAV é tratada como variável exógena), observou-se uma relação positiva significativa entre ALAV e as variáveis de valor Q e VF e uma relação negativa significativa entre ALAV e a variável LOAT. Os resultados com essas abordagens indicam que um maior nível de endividamento

seria associado com maior valor de mercado, porém também com pior desempenho operacional (provavelmente devido ao custo do endividamento). Entretanto, quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas com quatro equações, onde ALAV é tratada como variável endógena, observou-se uma relação negativa entre ALAV e todas as variáveis de valor e rentabilidade (significante para VF e LOAT), sugerindo que um maior endividamento é associado com menor valor de mercado e com pior desempenho operacional.

Em relação ao impacto da emissão de ADRs (ADR) sobre o desempenho, observou-se de forma geral uma relação consistente e positiva entre a emissão de ADRs e todas as variáveis de valor e rentabilidade. A relação entre ADR e as variáveis de valor Q e VF se mostrou sempre positiva, independentemente do método econométrico empregado. Ademais, quando foram aplicados sistemas com três e com quatro equações simultâneas, obteve-se uma relação positiva entre ADR e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA. Desta forma, os resultados sugerem fortemente que a emissão de ADRs é positiva para o valor de mercado da companhia e também tende a estar associada com melhor desempenho operacional.

Em relação ao impacto da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (BOV) sobre as variáveis de desempenho, não foi observada uma relação consistente entre BOV e as variáveis de valor Q e VF. Desta forma, os resultados não corroboram a hipótese bastante difundida de que a adesão aos níveis de governança da Bovespa causa um maior valor de mercado da companhia. Ademais, observou-se uma relação consistente e negativa entre BOV e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, sugerindo que as companhias pertencentes aos níveis diferenciados de governança da Bovespa obtiveram, em média, pior desempenho operacional no período⁶⁴.

⁶⁴ É importante ressaltar que a amostra do estudo não contempla instituições financeiras, que constituem proporção significativa do total de empresas pertencentes aos níveis diferenciados de governança da Bovespa.

Em relação ao tamanho da companhia ($\log(\text{Rec})$), não observou-se de forma geral uma relação consistente entre $\log(\text{Rec})$ e as variáveis de valor Q e VF. Por outro lado, observou-se uma relação positiva significativa a 1% em todos os modelos testados entre $\log(\text{Rec})$ e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, sugerindo fortemente que as maiores empresas auferem, em média, maiores margens de lucro.

Em relação à liquidez das ações da empresa (LIQ), observou-se uma relação positiva significativa entre LIQ e as variáveis de valor Q e VF na maior parte dos modelos, sugerindo que as empresas com ações mais líquidas apresentam, em média, maior valor de mercado. A relação entre LIQ e as variáveis de rentabilidade se mostrou dependente da abordagem econométrica utilizada. Quando aplicou-se regressões com equações isoladas, observou-se uma relação negativa não significativa entre LIQ e as variáveis LOAT e LAJIRDA. Por outro lado, quando aplicou-se regressões com sistemas de equações simultâneas, observou-se uma relação positiva não significativa entre LIQ e as mesmas variáveis.

Por fim, em relação ao impacto da natureza das operações (TANG) sobre o desempenho corporativo, observou-se uma relação negativa significativa e consistente em todos os modelos entre a tangibilidade dos ativos da empresa (TANG) e as variáveis de valor Q e VF. Esses resultados sugerem fortemente que as empresas com maior proporção de intangíveis (menor TANG) apresentam, em média, maior valor de mercado. Em relação às variáveis de rentabilidade, observou-se uma relação ambígua entre TANG e as variáveis LOAT e LAJIRDA, sem um padrão claro para qualquer consideração relevante.

4.5.5.2 Principais resultados para os modelos que utilizam as variáveis de estrutura do conselho (DE, BSZ e OUT)

As variáveis de estrutura do conselho de administração utilizadas alternativamente como variáveis de governança foram: unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DE), tamanho do conselho (BSZ) e proporção de conselheiros não executivos no

conselho (OUT). A variável DE apresentou uma relação negativa e significativa com as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA em todas as especificações, sugerindo fortemente que as empresas nas quais os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são ocupados pela mesma pessoa apresentaram, em média, pior rentabilidade no período. Observou-se uma relação ambígua entre DE e as variáveis de valor Q e VF, com inversão de sinais em função da especificação do modelo e da abordagem econométrica empregada, não sendo possível ser conclusivo sobre a relação entre a unificação dos cargos e o valor de mercado das empresas. Em relação ao tamanho do conselho de administração (BSZ), observou-se uma relação quadrática positiva significativa entre BSZ e as variáveis de valor Q e VF, sugerindo fortemente que as empresas com conselhos de tamanho intermediário apresentaram, em média, menor valor de mercado. Por outro lado, observou-se uma relação quadrática negativa entre BSZ e a variável de rentabilidade LAJIRDA em todas as especificações, sugerindo que as empresas com conselhos de tamanho intermediário obtiveram, em média, melhor desempenho operacional no período. Em relação à proporção de membros externos no conselho, observou-se uma relação inconsistente entre OUT e as variáveis de desempenho. Inicialmente, quando utilizou-se a abordagem de regressões múltiplas com equações simultâneas, obteve-se uma relação negativa não significativa entre OUT e todas as variáveis de desempenho. Posteriormente, quando aplicou-se a abordagem de equações simultâneas, observou-se uma relação positiva significativa a 1% entre OUT e as variáveis de valor Q e VF, sugerindo que as empresas com maior proporção de conselheiros externos possuem, em média, maior valor de mercado.

Em relação ao impacto das variáveis de estrutura de propriedade (*CON*, *PROP* e *DIF*) sobre o desempenho corporativo, observou-se uma relação bem mais consistente e significativa do que a observada para as mesmas variáveis quando IGOV foi utilizado como variável de governança. Isto provavelmente se deve ao tamanho da amostra substancialmente

maior, tendo em vista a disponibilidade de dados das variáveis de estrutura do conselho para um período de cinco anos. Para a variável concentração do direito de voto em posse do controlador (*CON*), observou-se, uma relação negativa significativa entre *CON* e todas as variáveis de desempenho em praticamente todos os modelos testados, sugerindo fortemente que as empresas onde o controlador detém uma maior concentração de ações ordinárias apresentam, em média, pior desempenho operacional e menor valor de mercado. Para a variável direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*PROP*), observou-se uma relação ambígua desta variável em relação às variáveis de desempenho Q, LOAT e LAJIRDA e uma relação negativa significativa entre *PROP* e VF. Em linhas gerais, a relação entre *PROP* e as variáveis de desempenho se mostrou sem um padrão claro para qualquer consideração. Para a variável disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*DIF*), observou-se uma relação negativa entre *DIF* e as variáveis de valor Q e VF em praticamente todas as especificações, com exceção dos resultados obtidos nas regressões múltiplas pelo procedimento de Efeitos Fixos. Os resultados sugerem que uma maior disparidade do direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador tende a ser associada com menor valor de mercado da companhia. A relação entre *DIF* e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA se mostrou ambígua, sem um padrão claro para qualquer consideração relevante.

Em relação ao impacto do nível de endividamento (*ALAV*) sobre o desempenho corporativo, observou-se uma relação positiva significativa a 1% entre *ALAV* e as variáveis de valor Q e VF quando foram aplicadas as abordagens de regressões múltiplas com equações isoladas e de equações simultâneas com três equações. Entretanto, quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas com quatro equações, onde *ALAV* é modelada como uma variável endógena, observou-se uma mudança de sinal do coeficiente na regressão contra a variável VF, com uma relação negativa de *ALAV* com esta variável. Como Q e VF são

variáveis de desempenho ligadas ao valor de mercado, não foi possível fazer uma consideração conclusiva acerca da influência do nível de endividamento sobre o valor das empresas. Em relação às variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, observou-se uma relação negativa significativa entre ALAV e essas variáveis em praticamente todos os modelos testados, sugerindo fortemente que um maior endividamento da empresa tende a ser associado com pior desempenho operacional.

Em relação à influência do tamanho da companhia ($\log(\text{Rec})$) sobre o desempenho corporativo, observou-se uma relação negativa entre $\log(\text{Rec})$ e as variáveis de valor Q e VF em quase todos os modelos testados, sugerindo que empresas maiores apresentam, em média, menor valor de mercado. Por outro lado, observou-se uma relação positiva significativa a 1% e consistente entre $\log(\text{Rec})$ e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, sugerindo fortemente que as maiores empresas auferem, em média, maiores margens de lucro.

Em relação à variável de liquidez das ações da empresa (LIQ), observou-se uma relação positiva significativa a 1% entre LIQ e as variáveis de valor Q e VF em todos os modelos testados, sugerindo fortemente que as empresas com ações mais líquidas apresentam, em média, maior valor de mercado. A relação entre LIQ e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA se mostrou ambígua, sem um padrão claro para qualquer consideração relevante.

Finalmente, em relação ao impacto da natureza das operações (TANG) sobre o desempenho corporativo, observou-se uma relação negativa significativa e consistente entre a tangibilidade dos ativos da empresa (TANG) e todas as variáveis de valor (Q e VF) e de rentabilidade (LOAT e LAJIRDA) em todos os modelos testados. Esses resultados sugerem fortemente que as empresas com maior proporção de intangíveis (menor TANG) apresentam, em média, maior valor de mercado e obtêm melhor desempenho operacional.

4.5.5.3 Resultados gerais da influência das variáveis testadas sobre o desempenho corporativo

Levando em consideração todos os resultados obtidos na pesquisa utilizando como variáveis de governança corporativa o índice de governança (IGOV) e as variáveis de estrutura do conselho, é apresentado a seguir um resumo das principais conclusões da pesquisa em relação à influência das variáveis testadas sobre o desempenho corporativo:

- Não se confirmou a hipótese de pesquisa de que um maior nível de governança corporativa, aproximado pelo índice de governança (IGOV), causa um impacto positivo sobre o valor ou a rentabilidade das empresas. Das variáveis de desempenho testadas, Q de Tobin foi a variável que mostrou a relação positiva mais consistente com IGOV, sugerindo que a adoção de melhores práticas de governança tende a ser bem vista pelo mercado. Entretanto, de forma oposta ao esperado, quando levou-se em conta a endogeneidade das variáveis por meio de sistemas de equações simultâneas, observou-se uma relação negativa entre IGOV e a variável alternativa de valor VF e entre IGOV e as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA;
- A unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DE) apresentou uma relação negativa com a rentabilidade (LOAT e LAJIRDA), sugerindo fortemente que as empresas que adotam esta prática auferem menores margens. Observou-se uma influência ambígua de DE sobre as variáveis de valor Q e VF, com inversão de sinais em função da especificação do modelo e da abordagem econométrica empregada, não sendo possível ser conclusivo sobre a relação entre unificação dos cargos e valor das empresas;
- O tamanho do conselho de administração (BSZ) apresentou uma relação quadrática positiva com as variáveis de valor Q e VF, sugerindo que as empresas com conselhos de tamanho intermediário possuem, em média, menor valor de mercado. Por outro lado, observou-se uma relação quadrática negativa entre o tamanho do conselho e a

rentabilidade (medida por LAJIRDA) em todas as especificações, sugerindo que as empresas com conselhos de tamanho intermediário obtiveram, em média, melhor desempenho operacional no período;

- Observou-se uma relação positiva significativa a 1% entre OUT e as variáveis de valor Q e VF quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas com três e com quatro equações, sugerindo que as empresas com maior proporção de conselheiros externos alcançam, em média, maior valor de mercado;
- A concentração do direito de voto em posse do controlador (*CON*) apresentou em linhas gerais uma relação negativa com as variáveis de valor Q e VF e com as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, sugerindo que as empresas com maior concentração de ações ordinárias em posse do controlador obtém, em média, pior desempenho. Os resultados se mostraram mais significantes e consistentes quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas com três e com quatro equações;
- A concentração do direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*PROP*) apresentou uma relação negativa com a variável de valor VF e com as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA, sugerindo que as empresas com maior concentração do total de ações em posse do controlador obtém, em média, pior desempenho operacional. Os resultados contrariam a hipótese de que uma maior participação no capital total da companhia pelo controlador promoveria melhor desempenho corporativo em decorrência de um maior alinhamento de interesses. Os resultados se mostraram mais significantes e consistentes quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas;
- A disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*DIF*) apresentou, em linhas gerais, uma relação negativa com as variáveis de valor Q e VF, principalmente nas regressões utilizando variáveis de estrutura do conselho como variáveis de governança. Os resultados corroboram a hipótese de que uma maior

separação entre propriedade e controle por meio da emissão de ações sem direito a voto é prejudicial para a maximização do valor de mercado da companhia;

- O nível de endividamento (ALAV) apresentou uma relação claramente positiva com as variáveis de valor Q e VF e claramente negativa com as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA quando foram empregadas regressões com equações isoladas e sistemas com três equações simultâneas. Entretanto, quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas com quatro equações, onde ALAV é modelada como uma variável endógena, observou-se uma mudança de sentido na relação entre ALAV e as variáveis de valor (principalmente na relação com VF), indicando que um maior endividamento tende a ser associado com menor valor de mercado e com pior desempenho operacional;
- A emissão de ADRs apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis de valor Q e VF em todos os modelos testados e uma relação positiva com as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA nas regressões com equações simultâneas, sugerindo fortemente que a emissão de ADRs é positiva para o valor de mercado da companhia e também tende a estar associada com melhor desempenho operacional;
- A adesão aos níveis diferenciados de governança da Bovespa (BOV) não apresentou, em linhas gerais, qualquer relação significativa com as variáveis de desempenho testadas. Desta forma, não corroborou-se a hipótese bastante difundida de que a adesão aos níveis de governança da Bovespa causa um aumento do valor de mercado das companhias;
- O tamanho da empresa (Log(Rec)) apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis de rentabilidade LOAT e LAJIRDA em quase todos os modelos, sugerindo fortemente que as maiores empresas obtêm, em média, maiores margens de lucro;
- A liquidez das ações da empresa (LIQ) apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis de valor Q e VF em quase todos os modelos testados, sugerindo fortemente que as empresas com ações mais líquidas apresentam, em média, maior valor de mercado;

- A tangibilidade das operações da empresa (TANG) apresentou uma relação fortemente negativa com as variáveis de valor Q e VF e uma relação sempre negativa com a variável de rentabilidade LAJIRDA em todos os modelos testados, sugerindo fortemente que as empresas com maior proporção de ativos intangíveis (menor TANG) apresentam, em média, maior valor de mercado e alcançam melhor desempenho operacional.

5 CONCLUSÃO

O objetivo principal da pesquisa foi avaliar se os mecanismos de governança corporativa são determinados a partir de características observáveis das empresas e se exercem influência sobre o desempenho das companhias abertas no Brasil. O trabalho foi dividido em três partes inter-relacionadas. A primeira parte investigou os determinantes da qualidade da governança corporativa, isto é, os fatores que fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança maior do que outras no Brasil. A segunda parte investigou os determinantes da concentração da estrutura de propriedade, isto é, os fatores que fazem com que o acionista controlador detenha um percentual maior de ações da empresa por ele controlada. A terceira parte investigou a relação entre governança e desempenho por meio de uma ampla gama de abordagens econométricas, incluindo regressões simples e múltiplas com equações isoladas e sistemas de equações simultâneas com três e com quatro equações.

Em relação à primeira parte da pesquisa, de investigação dos determinantes da qualidade da governança corporativa, foram testados os seguintes possíveis determinantes contra um índice de governança (*IGOV*) especialmente elaborado:

- Concentração da estrutura de propriedade: aproximada alternativamente pelo direito de controle (*CON*), direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) e excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (*DIF*) em posse do acionista controlador;
- Desempenho da empresa: aproximado alternativamente por variáveis de valor (*Q* de Tobin – *Q* e *Firm Value* – *VF*) e por variáveis de rentabilidade (lucro operacional sobre ativo total – *LOAT* e geração bruta de caixa sobre ativo total – *LAJIRDA*);
- Outras variáveis corporativas: tamanho da empresa ($\log(REC)$); oportunidades futuras de crescimento (*CREC*); natureza da operação (*TANG*); emissão de ADRs (*ADR*); adesão

aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa (*BOV*); identidade do acionista controlador (*IDENT*); índice de *payout* (*PAYOUT*); e setor de atuação (*IND*).

Os determinantes relacionados à estrutura de propriedade apresentaram os resultados mais importantes da primeira parte, sugerindo que a concentração da propriedade influencia a qualidade da governança corporativa. Especificamente, constatou-se que, quanto maior o poder do acionista controlador em termos de direito de voto (*CON*) e em termos de disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa (*DIF*), pior a qualidade da governança corporativa. A relação entre *CON* e *IGOV* foi negativa e significativa no nível de 5% em todas as especificações, enquanto a relação entre *DIF* e *IGOV* foi negativa e significativa no nível de 1% em todas as especificações. De maneira inversa, a relação entre o direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) e *IGOV* foi positiva em todas as especificações, porém sem significância estatística. Desta forma, o distanciamento da relação “uma ação – um voto” influencia negativamente a adoção de melhores práticas de governança pelas empresas.

A relação observada entre estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa, entretanto, merece uma ressalva. O índice de governança (*IGOV*) é composto por vinte questões que podem ser agrupadas em duas grandes categorias: acesso e conteúdo das informações (questões 1 a 10), que envolve a tentativa de a companhia mostrar transparência; e estrutura de governança (questões 11 a 20), que envolve o processo decisório da alta gestão por meio do conselho de administração e da propriedade e controle das ações. Durante a elaboração do *IGOV*, constatou-se que algumas empresas apresentavam alta pontuação na categoria de transparência e baixa pontuação na categoria estrutura de governança, e vice-versa. Desta forma, seria possível que a relação entre estrutura de propriedade e nível de governança apresentasse sentido diferente em função da aproximação utilizada para a qualidade da governança corporativa. Como forma de testar esta hipótese, foram construídos sub-índices alternativos, entre os quais: *IGOV10*, abrangendo apenas as

dez primeiras questões do *IGOV* (categoria acesso e conteúdo das informações); e *IGOV20*, abrangendo apenas as dez últimas questões do *IGOV* (categoria estrutura de governança).

Os resultados das regressões utilizando os sub-índices *IGOV10* e *IGOV20* indicaram que a influência da estrutura de propriedade sobre a qualidade da governança corporativa parece apresentar dois sentidos opostos em função da aproximação escolhida para qualidade da governança. Quando a qualidade da governança corporativa foi aproximada pela categoria acesso e conteúdo das informações (*IGOV10*), os resultados indicaram uma relação positiva entre direito de controle (*CON*) e a qualidade da governança e entre o excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (*DIF*) e a qualidade da governança, fortalecendo a hipótese de que as empresas tentariam compensar uma maior probabilidade de expropriação da riqueza dos minoritários por meio de uma maior divulgação de informações. Quando a qualidade da governança corporativa foi aproximada pela categoria estrutura de governança (*IGOV20*), os resultados indicaram uma relação negativa entre *CON* e a qualidade da governança e entre *DIF* e a qualidade da governança, e uma relação positiva entre o direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) e o nível de governança. Este resultado corrobora a hipótese de que as empresas nas quais o controlador detém expressivo excesso de votos (maior *DIF*) tendem a estruturar o processo decisório de alta gestão em desacordo com as práticas de governança consideradas boas pelo mercado. Levando em conta os efeitos dos dois sub-índices no índice completo (*IGOV*), os resultados gerais apontam para uma relação positiva entre *PROP* e a qualidade da governança e para uma relação negativa entre *CON* e *DIF* e a qualidade da governança, sugerindo que prevalece o efeito negativo da concentração do direito de controle e do excesso de direito de voto sobre a qualidade da governança e que também prevalece o efeito positivo de se ter um controlador com parcela expressiva do capital total da companhia sobre a qualidade da governança corporativa.

Os resultados também indicaram que o desempenho pode influenciar a qualidade da governança corporativa, embora a maioria dos estudos anteriores procure obter a relação de causalidade apenas no sentido inverso, avaliando a influência dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho. Especificamente, os resultados das variáveis de desempenho sobre o nível de governança corporativa apontaram para uma relação positiva, embora com significância estatística apenas no caso da variável *LAJIRDA*, sugerindo que as empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança.

Constatou-se também que as empresas maiores e com ADRs negociados apresentam, em média, melhor governança corporativa, com uma relação positiva significativa no nível de 1% em todas as especificações testadas. As empresas maiores provavelmente dispõem de mais recursos para implementação de práticas de governança, além de talvez possuírem uma necessidade maior de mitigar os custos de agência decorrentes do seu fluxo de caixa livre. Com relação às empresas com ADRs negociados, percebe-se a tentativa dessas companhias de melhorar a proteção ao investidor mesmo não estando em um ambiente contratual satisfatório. Esse esforço parece compensar, ao menos parcialmente, o ambiente de fraca proteção ao investidor onde estão inseridas. A identidade do controlador, a natureza das operações e as oportunidades futuras de crescimento não parecem influenciar a qualidade da governança.

Os resultados da primeira parte do estudo reforçam a idéia de que a governança corporativa é provavelmente influenciada por características observáveis da empresa. Como consequência, os resultados corroboram a hipótese de que as pesquisas que visam a analisar a influência de mecanismos específicos de governança (estrutura de propriedade, estrutura do conselho, estrutura de capital, etc.) sobre o desempenho corporativo por meio de equações isoladas sofrem dos problemas de endogeneidade e causalidade reversa, haja vista que o desempenho da empresa parece influenciar a adoção de melhores práticas de governança.

Em relação à segunda parte do trabalho, de investigação dos determinantes da concentração da propriedade, foram testados os seguintes determinantes como regressores contra o percentual de ações ordinárias (*CON*), o percentual total de ações (*PROP*) ou o excesso de votos (*DIF*) em posse dos controladores: variáveis de valor (*Q* e *VF*) e de rentabilidade (*LOAT* e *LAJIRDA*), natureza da operação (*TANG*); tamanho da empresa ($\log(\text{REC})$); nível do fluxo de caixa livre (*FCL/S*); taxa de investimento da empresa (*I/K*); risco idiossincrático (*IDIOS*); identidade do controlador (*IDENT*); índice de *payout* (*PAYOUT*); e setor de atuação (*IND*).

Utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinário (MQO) para um painel de empresas com dados entre 1998 e 2002, as variáveis de nível do fluxo de caixa livre (*FCL/S*) e taxa de investimento da empresa (*I/K*) apresentaram uma relação positiva significativa no nível de 5% com a concentração do direito de controle (*CON*) e também com a concentração do direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*), corroborando a hipótese de que, quanto mais recursos estão disponíveis para alocação por parte do interno (gestor/empreendedor), maior a concentração dos direitos de controle e de propriedade desejada por ele. Também as variáveis *Q* de Tobin, tipo do acionista controlador (*TIPO*), setor de atuação da empresa (*IND*), tamanho ($\log(\text{REC})$) e tangibilidade (*TANG*) revelaram-se mais ou menos significativas dependendo da especificação adotada. Não se obteve, entretanto, – salvo poucas exceções em algumas especificações – significância estatística para os coeficientes de qualquer variável explicativa após a aplicação dos procedimentos de Efeitos Aleatórios (EA) e de Efeitos Fixos (EF), avaliados como mais adequados do que o método MQO para o problema em questão.

Em resumo, o resultado principal da segunda parte da pesquisa é que os aspectos endógenos citados por Demsetz e Lehn (1985) e por Himmelberg *et al.* (1999) como possíveis determinantes da estrutura de propriedade não parecem influenciar a concentração da

propriedade nas companhias abertas brasileiras. Esse resultado difere dos resultados reportados por Himmelberg *et al.* (1999), baseadas em dados norte-americanos. Por outro lado, o resultado é compatível com o obtido por Okimura (2003), que também não encontrou evidências da presença de endogeneidade na estrutura de propriedade no Brasil.

O resultado da segunda parte do estudo possui duas implicações importantes: em primeiro lugar, os resultados dependem fundamentalmente do método de estimação dos coeficientes. A aplicação exclusiva do método dos Mínimos Quadrados Ordinário (MQO) levaria à conclusão de que algumas das variáveis testadas influenciam a concentração da estrutura de propriedade das empresas. Entretanto, os resultados por MQO aparentemente se devem a características específicas das empresas não observadas, conforme evidenciado pelo teste do Multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan, que indicou a existência de efeitos específicos relevantes das empresas com base nas estimativas de Efeitos Aleatórios (EA) para todas as especificações. Desta forma, a aplicação exclusiva do MQO poderia levar a conclusões não apropriadas. Em segundo lugar, como os possíveis determinantes da estrutura de propriedade não se mostraram significantes, obtém-se uma evidência em favor dos estudos que visam a avaliar a influência da estrutura de propriedade e controle sobre o desempenho corporativo, uma vez que as variáveis de concentração da propriedade não parecem ser determinadas de forma endógena por outras variáveis corporativas. Esta evidência concorda com os argumentos defendidos por Leal (2004c, p. 10) e Claessens *et al.* (2002), para quem o problema da endogeneidade da estrutura de propriedade deve ser menos relevante em países emergentes onde a concentração da propriedade é elevada, como é o caso do Brasil.

Em relação à terceira parte da pesquisa, investigou-se a relação entre governança corporativa e desempenho por meio de um conjunto de abordagens econométricas em escala crescente de complexidade: abordagem univariada simples (regressões simples), abordagem multivariada completa (regressões múltiplas utilizando dados em painel) e sistemas de

equações simultâneas com três e com quatro equações (utilizando o procedimento 3SLS). O objetivo desta análise era verificar a robustez dos resultados da relação entre governança e desempenho a distintas modelagens e técnicas econométricas. Isso é considerado importante pela recente literatura, já que as abordagens de regressões simples e múltiplas tratam a governança corporativa como uma variável exógena, enquanto os sistemas de equações simultâneas são utilizados para capturar a causalidade reversa entre governança corporativa e desempenho e a endogeneidade potencial entre os mecanismos de governança.

Como resultado principal da terceira parte da pesquisa, não se confirmou a hipótese de que uma maior qualidade da governança corporativa, aproximada pelo índice de governança (*IGOV*), causa um impacto positivo significativo sobre o valor e a rentabilidade das empresas, já que houve mudança no sentido da relação entre *IGOV* e algumas variáveis de desempenho quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas, em relação aos resultados obtidos pela aplicação da abordagem de equações isoladas.. Inicialmente, quando foram realizadas regressões múltiplas com equações isoladas, observou-se em linhas gerais uma relação positiva entre *IGOV* e todas as variáveis de valor e rentabilidade. Entretanto, de forma oposta ao esperado, quando levou-se em conta a endogeneidade das variáveis por meio de sistemas de equações simultâneas, observou-se uma relação negativa entre *IGOV* e a variável de valor *VF* e entre *IGOV* e as variáveis de rentabilidade *LOAT* e *LAJIRDA*. Desta forma, das variáveis de desempenho testadas, Q de Tobin foi a que mostrou a relação positiva mais consistente com *IGOV*. Como as variáveis de valor são mais relevantes para os investidores do que as variáveis baseadas em indicadores contábeis e Q de Tobin foi a única variável de valor construída para a pesquisa (*VF* foi coletada diretamente do banco de dados Economática®), pode-se afirmar que a adoção de melhores práticas de governança tende a ser bem vista pelo mercado e que isso tende a se refletir no valor das empresas.

Adicionalmente, foram utilizadas variáveis de estrutura do conselho de administração como variáveis alternativas de governança corporativa: unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (*DE*), tamanho do conselho (*BSZ*) e proporção de conselheiros não executivos (*OUT*). A variável unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (*DE*) apresentou uma relação sempre negativa com as variáveis de rentabilidade *LOAT* e *LAJIRDA*, sugerindo fortemente que as empresas que possuem uma mesma pessoa ocupando os dois cargos auferem menores margens de lucro. Observou-se uma relação ambígua entre *DE* e as variáveis de valor *Q* e *VF*, não sendo possível ser conclusivo sobre a relação entre unificação dos cargos e valor das empresas. O tamanho do conselho de administração (*BSZ*) apresentou uma relação quadrática positiva com as variáveis de valor *Q* e *VF*, sugerindo que as empresas com conselhos de tamanho intermediário possuem, em média, menor valor de mercado. Por outro lado, observou-se uma relação quadrática negativa entre o tamanho do conselho e a variável *LAJIRDA* em todas as especificações, sugerindo que as empresas com conselhos de tamanho intermediário alcançam, em média, melhor rentabilidade. Para a variável proporção conselheiros não executivos (*OUT*), observou-se uma relação positiva significativa a 1% entre *OUT* e as variáveis de valor *Q* e *VF* quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas, sugerindo que as empresas com maior proporção de conselheiros externos alcançam, em média, maior valor de mercado.

Os resultados também indicaram um impacto da estrutura de propriedade e controle sobre o desempenho. Especificamente, constatou-se que empresas com maior concentração de ações ordinárias em posse do controlador (*CON*) obtêm, em média, pior desempenho. Esses resultados se mostraram mais significantes e consistentes quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas com três e com quatro equações. Ademais, a disparidade entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (*DIF*) apresentou, em linhas gerais, uma relação negativa com as variáveis de valor *Q* e *VF*, corroborando a

hipótese de que uma maior separação entre propriedade e controle por meio da emissão de ações sem direito a voto é prejudicial para a maximização do valor de mercado da companhia.

Por fim, os resultados da terceira parte do estudo também indicaram influência relevante de outras variáveis corporativas sobre o desempenho. Observou-se uma relação negativa entre o nível de endividamento (*ALAV*) e todas as variáveis de desempenho quando foi aplicada a abordagem de equações simultâneas com quatro equações, única abordagem na qual *ALAV* é modelada como uma variável endógena. Esses resultados indicam que um maior endividamento tende a ser associado com menor valor de mercado e com pior rentabilidade. A emissão de ADRs apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis de valor *Q* e *VF* em todos os modelos testados, sugerindo fortemente que a emissão de ADRs é positiva para o valor de mercado da companhia e que também tende a estar associada com melhor rentabilidade. A adesão aos níveis diferenciados de governança da Bovespa (*BOV*) não apresentou, em linhas gerais, qualquer relação significativa com as variáveis de desempenho testadas. Desta forma, não se corroborou a hipótese bastante difundida de que a adesão aos níveis de governança da Bovespa influencia positivamente o valor de mercado das companhias. O tamanho da empresa (*Log(Rec)*) apresentou uma relação positiva significativa com as variáveis de rentabilidade *LOAT* e *LAJIRDA* em praticamente todos os modelos, sugerindo fortemente que as maiores empresas auferem maiores margens de lucro. A liquidez das ações (*LIQ*) apresentou uma relação sempre positiva e significativa com as variáveis de valor *Q* e *VF*, sugerindo fortemente que as empresas com ações mais líquidas apresentam maior valor de mercado. A tangibilidade das operações da empresa (*TANG*) apresentou uma relação fortemente negativa com as variáveis de valor *Q* e *VF* e uma relação sempre negativa com a variável de rentabilidade *LAJIRDA* em todos os modelos testados, sugerindo fortemente que as empresas com maior proporção de ativos intangíveis (menor *TANG*) apresentam, em média, maior valor de mercado e obtêm melhor rentabilidade.

Levando em conta os resultados de toda a pesquisa, cinco constatações devem ser feitas. Em primeiro lugar, apesar de não serem conclusivos econometricamente, os resultados apontam para uma relação geral positiva entre governança corporativa e valor das empresas, principalmente se a qualidade da governança for aproximada por questões relativas à transparência das informações. Em todas as especificações e abordagens econométricas, o sub-índice de transparência (*IGOV10*) apresentou uma relação positiva bem mais significativa com as variáveis de desempenho do que o sub-índice de estrutura do conselho e de propriedade e controle (*IGOV20* ou *IGOV8*). Este resultado sugere que o mercado atribui maior importância a práticas de acesso e conteúdo das informações do que à estrutura de governança das empresas. Três motivos podem explicar esse resultado: as empresas se diferenciam menos em termos de estrutura de governança do que em termos de transparência; o mercado pode entender que uma estrutura de conselho formalmente mais adequada às práticas recomendadas de governança não implicará automaticamente em uma alteração do processo decisório da alta gestão, já que, em decorrência da forte concentração do direito de voto, a decisão final ficará sempre a cargo do acionista controlador; o estabelecimento de boas práticas de governança para o conselho de administração e estrutura de propriedade é recente e ainda não foi incorporado pelo mercado no seu processo de análise das empresas.

Em segundo lugar, os resultados encontrados na relação entre governança corporativa e desempenho são em linhas gerais similares aos resultados obtidos por outras pesquisas recentes que aplicaram a abordagem de equações simultâneas, como os de Agrawal e Knoeber (1996), Barnhart e Rosenstein (1998), Cho (1998), Demsetz e Villalonga (2001) e Bøhren e Ødegaard (2003). Nesses estudos, observou-se o desaparecimento da significância estatística ou mesmo a inversão de sinais dos coeficientes dos mecanismos de governança sobre as variáveis de desempenho quando aplicada a abordagem de equações simultâneas, em relação aos resultados obtidos pela aplicação de regressões com equações isoladas. Alguns autores

afirmam que este resultado evidencia a determinação conjunta dos mecanismos de governança e a utilização de cada mecanismo no nível ótimo, com uma situação de equilíbrio entre os mecanismos. Barnhart e Rosenstein (1998) e Bøhren e Ødegaard (2003) contestam esta explicação, afirmando que a mudança de resultados se deve bem mais à dificuldade metodológica de utilizar um sistema de equações simultâneas decorrente de teorias ainda subdesenvolvidas na explicação sobre como governança e desempenho interagem. Esta pesquisa concorda com os argumentos dos dois autores acima, tendo em vista a constatação de que os sistemas são muito sensíveis à especificação das equações e, como não existe até o momento um modelo formal que especifique a estrutura dos relacionamentos, os resultados dos sistemas de equações podem conter sérios vieses. Como os sistemas de equações utilizam uma abordagem de variáveis instrumentais para determinação dos coeficientes, destaca-se também a necessidade de encontrar bons instrumentos para a governança corporativa. Esses instrumentos precisam ser variáveis exógenas e, ao mesmo tempo, fortemente correlacionados com as variáveis de governança. Black, Jang e Kim (2003) descrevem como conseguiram obter bons instrumentos por meio de características do sistema legal da Coreia do Sul.

Em terceiro lugar, as evidências da presença de endogeneidade na determinação dos mecanismos de governança e a constatação da grande sensibilidade das equações simultâneas à especificação dos relacionamentos entre as variáveis levam a concluir pela necessidade premente de desenvolvimento de uma teoria sobre governança corporativa com base em modelos formais passíveis de serem testados empiricamente. O desenvolvimento de uma teoria sobre governança corporativa deve propiciar uma melhor especificação, por meio de variáveis instrumentais e equações estruturais⁶⁵, dos relacionamentos entre os mecanismos de governança, contribuindo para que os resultados na área se tornem menos difusos e mais

⁶⁵ Segundo Wooldridge (2003, p. 526) o termo “equação estrutural” significa que a equação deriva de uma teoria econômica e possui uma interpretação causal.

relevantes economicamente. Himmelberg *et al.* (2002) e Durnev e Kim (2003) são exemplos de pesquisas com construção de modelos teóricos testáveis sobre governança corporativa.

Em quarto lugar, obteve-se fortes evidências de que a diferença entre o direito de voto e o direito sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador (*DIF*) é prejudicial para a qualidade da governança corporativa. Este resultado reforça a importância da formulação de diretrizes públicas e institucionais que diminuam os incentivos para a emissão de ações sem direito a voto no Brasil, já que estas aumentam o excesso de votos em posse dos controladores e, conseqüentemente, contribuem para diminuir a qualidade da governança corporativa, aumentar a probabilidade de expropriação dos minoritários e diminuir o valor das empresas. Em resumo, a adoção da prática de governança “uma ação – um voto” (no qual *DIF* é igual a zero) é fundamental para a diminuição dos benefícios privados do controle no Brasil.

Em quinto lugar, o estudo apresentou novas evidências de que as empresas podem, ao menos parcialmente, mitigar os problemas decorrentes do ambiente de fraca proteção ao investidor onde estão inseridas por meio do comprometimento voluntário com padrões mais rígidos de governança, principalmente pela adesão a programas de ADRs. Como evidência dessa afirmação, a pesquisa mostrou, controlando por diversos fatores e por meio de diversas abordagens econométricas, que as empresas com ADRs negociados possuem, em média, melhor qualidade de governança corporativa e maior valor de mercado. Outras formas de as empresas se comprometerem voluntariamente a melhores práticas de governança são a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa ou a incorporação estatutária de direitos adicionais aos acionistas minoritários (como a concessão de *tag along* de 100% para todos os acionistas). A não obtenção de significância estatística na relação entre a variável de adesão aos níveis de governança da Bovespa (*BOV*) e as variáveis de valor não significa automaticamente que a adesão não é relevante. Este resultado provavelmente se deve ao fato de que havia poucas empresas listadas nesses níveis e que a quase totalidade delas

pertencia ao Nível 1 de governança, com menor exigência para adesão e bem mais relacionado às práticas de liquidez e divulgação de informações do que à concessão de novos benefícios para os minoritários. Na medida em que mais empresas façam parte dos níveis de governança da Bovespa e que as empresas migrem para os níveis de governança mais avançados (Nível 2 e Novo Mercado) é provável que surjam evidências empíricas que atestem a melhor percepção de valor de mercado dessas empresas junto aos investidores.

Por fim, o aprimoramento das práticas de governança corporativa pelas companhias brasileiras depende fundamentalmente de ações institucionais e governamentais que facilitem o acesso ao capital pelas empresas com boas práticas de governança e que, principalmente, restrinjam o acesso ao capital externo por parte das empresas com práticas de governança ruins. A adoção de melhores práticas de governança representa um comprometimento do controlador em diminuir seus benefícios privados do controle, que são maiores em ambientes com fraca proteção legal. Ademais, a hipótese básica dos estudos sobre governança, conforme Shleifer e Vishny (1997), é a de que as empresas somente conseguem levantar capital externo para financiarem seus projetos caso comprometam-se a retornar o capital para seus investidores, isto é, caso os controladores se comprometam a não extraírem benefícios privados do controle. Desta forma, existe, em tese, uma relação entre benefícios privados do controle e acesso a recursos externos por parte das empresas, e os controladores deveriam racionalmente decidir implementar melhores práticas de governança apenas quando o valor do acesso a recursos externos para empreendimento de projetos rentáveis se mostrasse maior do que o valor a ser expropriado dos demais acionistas por meio dos seus benefícios privados.

Caso as empresas consigam ter acesso a recursos externos mantendo os benefícios privados dos seus controladores, a hipótese básica dos estudos sobre governança será rejeitada e não haverá qualquer incentivo para a adoção de melhores práticas de governança, que tenderão a permanecer ruins. Esta situação pode ocorrer caso existam veículos de

financiamento públicos e privados dispostos a conceder recursos a tais empresas a custos competitivos. Ressalta-se, portanto, o papel crucial a ser desempenhado pelos bancos de desenvolvimento nacionais e internacionais tradicionalmente fornecedores de recursos de longo prazo para grandes empresas no Brasil, como o BNDES e o IFC do Banco Mundial. Esses órgãos podem ser grandes fomentadores do aprimoramento das práticas de governança pelas empresas, caso incluam melhores práticas de governança como requisitos para concessão de financiamentos. Por outro lado, podem ser grandes obstáculos ao aprimoramento das práticas de governança e, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional, caso concedam recursos de longo prazo a baixo custo sem exigirem melhores práticas de governança. As agências de *rating* e os analistas de mercado também possuem papel relevante, caso passem a levar em conta as práticas de governança nas suas atribuições de risco de crédito e nas suas recomendações de compra e venda de ações, respectivamente. Na medida em que as empresas com boas práticas de governança tenham acesso a mais recursos e a um custo menor, provavelmente haverá uma constatação mais nítida do impacto da governança corporativa sobre o desempenho das empresas.

Referências Bibliográficas

- AGRAWAL, Anup, KNOEBER, Charles. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, p. 377-397, September, 1996.
- ALCHIAN, Armen. Information costs, pricing, and resource unemployment. **Western Economic Journal**, v. 7, p.109-128, 1969.
- ALCHIAN, Armen, DEMSETZ Harold. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, p. 777-795, 1972.
- ASTI VERA, Armando. **Metodologia da Pesquisa Científica**. Ed. Globo, 6^a ed., Porto Alegre, 1980. 223 p.
- BALTAGI, B.H., LI, Q. A Lagrange multiplier test for the error components model with incomplete panels. **Econometrics Review**, v. 9, n. 1, p. 103-107, 1990.
- BARNHART, Scott, ROSENSTEIN, Stuart. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. **The Financial Review**, n. 33, p. 1-16, November, 1998.
- BEBCHUK, Lucian. A rent protection theory of corporate ownership and control. **NBER Working Paper No. W7203, Harvard Law School**, Cambridge, MA, July, 1999.
- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A., LEVINE, R. Law, politics and finance. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2585**, 2001.
- BERLE, Adolph, MEANS, Garnier. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan. 1932.
- BECHT, Marco, BOLTON, Patrick, RÖELL, Ailsa. Corporate governance and control. **ECGI Finance Working Paper n. 02/2002**, 2002. Disponível em http://ssrn.com/abstract_id=343461>. Acesso em: 25 nov. 2003.
- BHAGAT, Sanjai, BLACK, Bernard. Board independence and long term firm performance. **Journal of Corporation Law**, v. 27, n.1, 2002.
- BHAGAT, Sanjai, JEFFERIS, Richard. **The Econometrics of Corporate Governance Studies**. 1st ed. Massachusetts Institute of Technology, 2002.114 p.

- BLACK, Bernard. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, p. 89-108, 2001.
- BLACK, Bernard, JANG, Hasung, KIM, Woochan. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 237**, October, 2003. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=311275>>. Acesso em: 23 set. 2004.
- BØHREN, Øyvind, ØDEGAARD, Bernt Arne. Governance and performance revisited. **ECGI working paper series in finance**, n. 28/2003, September, 2003. Disponível em <http://ssrn.com/abstract_id=423461>. Acesso em: 23 jan. 2004.
- BÖRSCH-SUPAN, Axel, KÖKE, Jens. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **ZEW discussion paper n° 00-17**, 2000. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=373383>>. Acesso em: 30 mar. 2004.
- BREALEY, R. A. e MYERS, S.C. **Principles of Corporate Finance**. 7ª ed., Ed. Irwin-McGraw Hill, New York, 2003.
- BREUSCH, T., PAGAN, A. A simple test for heteroscedasticity and random coefficients variation. **Econometrica**, v. 47, p. 1287-1294, 1979.
- CAMERON, A.C., TRIVEDI, P.K. The information matrix test and its applied alternative hypothesis. **Working Paper**, 1990.
- CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 103-121, 1998.
- CHUNG, Kee, PRUITT, Stephen. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, Autumn, 1994.
- CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, FAN, Joseph P.H., LANG, Larry H.P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n.6, p. 2741-2771, December 2002.
- COASE, Ronald. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, p. 386-405, 1937.
- COASE, Ronald. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, p. 1-44, 1961.
- COASE, Ronald. R. H. Coase lectures, 2: the nature of the firm – meaning. **Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 4, p. 19-32, 1988.

- COPELAND, Thomas, WESTON, Fred, SHASTRI, Kuldeep. **Financial Theory and Corporate Policy**. Ed. Pearson Addison Wesley, 4^a ed., New York, 2005. 1000 p.
- DEMSETZ, Harold. Toward a theory of property rights. **American Economic Review**, v. 57, p. 347-373, May, 1967.
- DEMSETZ, Harold. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 375-393, June, 1983.
- DEMSETZ, Harold, LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**. v. 93, n. 6, p. 1155-1177. Dec., 1985.
- DEMSETZ, Harold. **The economics of the business firm: seven critical commentaries**. 1 ed. Cambridge University Press, 1995. 179 p. First commentary: The firm of theory: its definition and existence. Second commentary: Agency and non-agency explanations of the firms organization.
- DEMSETZ, Harold, VILLALONGA, Belén. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**. v. 7, p. 209-233, 2001.
- DENIS, Diane, McCONNELL, John. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 38, n. 1, p. 1-36, March, 2003.
- DURNEV, Art, KIM, Han. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **NBER Working Paper**, April, 2003. Disponível em <<http://ssrn.com>>. Acesso em: 15 out. 2004.
- ECO, Umberto. **Como Se Faz uma Tese**. Ed. Perspectiva, 16^a ed., São Paulo, 2001. 170 p.
- FAMA, Eugene, JENSEN, Michael. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, June, 1983.
- FAMÁ, Rubens, BARROS, Lucas Ayres. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v.7, n. 4, outubro/dezembro, 2000.
- FREEMAN, R. Edward e McVEA, John. **A stakeholder approach to strategic management**. In M. Hitt, E. Freeman and J. Harrison, **Handbook of strategic management**. Ed. Blackwell Publishing, Oxford, p. 189-207, 2000.

- FÜERST, Oren, KANG, Sok-Hyon. Corporate governance, expected operating performance, and pricing. **Working in Progress, v.2.2, Yale School of Management, New Haven, CT, 2000.**
- FURUBOTN, Eirik e RICHTER, Rudolf. **Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics.** 2 ed. The University of Michigan Press, 2002. 556 p.
- HANSMANN, Henry. **The ownership of enterprise.** 1. ed. Cambridge: Harvard University Press, cap. 4, 1996. 384p.
- HART, Oliver. **An economist's perspective on the theory of the firm.** In BUCKLEY, P. J., MICHIE, J. **Firms, organizations and contracts.** 1 ed. Oxford University Press, 1996.
- HERMALIN, Benjamin, WEISBACH, Michael. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, v. 21, n.4, p. 101-112, 1991.
- HIMMELBERG, Charles, HUBBARD, Glenn, PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 353-384, 1999.
- HIMMELBERG, Charles, HUBBARD, Glenn, LOVE, Inessa. Investor protection, ownership and the cost of capital. **Unpublished working paper**, Columbia University, 2002.
- HIMMELBERG, Charles. Measuring the real effects of corporate governança. **A note for the GCGF research meeting.** April 5, Washington, 2003.
- IBGC. **Pesquisa sobre Governança Corporativa.** Novembro, 2001. Disponível em < <http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 18 jul. 2002
- _____. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** Janeiro, 2004. Disponível em < <http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 23 set. 2004
- JENSEN, Michael, MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, October, 1976.
- JENSEN, Michael. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, p. 323-329, May, 1986.
- JENSEN, Michael. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Journal of Applied Corporate Finance.** v. 14, n. 3, p. 8-21, Fall, 2001a.

- JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1. ed. Harvard University Press, 2001b. 320p.
- KLAPPER, Leora, LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2818**, April, 2002.
- KLEIN, B., CRAWFORD, R., ALCHIAN, A. Vertical Integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. **Journal of Law and Economics**, v. 28, p. 297-326, 1978.
- KNIGHT, F. **Risk, Uncertainty and Profit**. 1. ed. 1921.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, October, 2000.
- LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de Metodologia Científica**. Ed. Atlas, 1^a ed., São Paulo, 1985. 238 p.
- LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André L., VALADARES, Silvia. ownership, control and corporate valuation of Brazilian companies. **Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable**. São Paulo, Abril 2000.
- LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André. L., ALOY JR. R., RODRIGUES NASCIMENTO, G. L. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras, In: **24o Encontro da Anpad - ENANPAD**. (2000: Florianópolis). Anais. Rio de Janeiro: Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, 2000b. p. 136. (Texto Integral em CD-ROM dos Anais do 24º ENANPAD) (publicado também como Relatório COPPEAD 335). Disponível em <http://146.164.90.1:5000/pdf/335.pdf>.
- LEAL, Ricardo. P., OLIVEIRA, C. L. An evaluation of board practices in Brazil. **Corporate Governance**. v.2, n.3, p. 21-25, 2002a. Available at <http://146.164.90.1:5000/pdf/352.pdf>.

- LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André L., VALADARES, Silvia. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002b.
- LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André L. **Corporate governance, value, and dividend payout in Brazil and in Chile**, Inter-American Development Bank working paper, 2004a. Available at <http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr220finaldraft.pdf>.
- LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André L. **Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil**. COPPEAD/UFRJ working paper, 2004b.
- LEAL, Ricardo. P., **Governance practices and corporate value**. COPPEAD/UFRJ working paper, 2004c.
- MARCONI, Marina de Andrade, LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de Metodologia Científica**. Ed. Atlas, 5^a ed., São Paulo, 2003. 311 p.
- MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações**. Ed. Atlas, 3^a ed., São Paulo, 2002. 134p.
- McCONNEL, John, SERVAES, Henri. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, p. 595-612, 1990.
- MCKINSEY & COMPANY, KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001. 44p.
- MORCK, Randall, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, 20, p. 293-315. 1988.
- NORTH, Douglas. Structure and performance: the task of economic history. **Journal of Economic Literature**, v. 16, p. 963-978, 1978.
- NORTH, Douglas. **Institutions, Institutional Change and Economic Performance**. 1 ed. Cambridge University, 1990. 152 p.
- OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. São Paulo, 2003. 120p. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

- OKIMURA, Rodrigo T., SILVEIRA, Alexandre M., ROCHA, Keyler C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **XXVIII ENANPAD – Encontro Nacional da ANPAD**, Curitiba, 27 a 30 de setembro, Anais..., 2004 (CD-ROM).
- RAJAN, Raghuram, ZINGALES, Luigi. **Salvando o Capitalismo dos Capitalistas**. 1. ed. Elsevier Editora Ltda, Rio de Janeiro, 2004. 393p.
- SAITO, Richard, DUTRA, Marco G. conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**. v. 6, n. 2, p. 9-27, maio/agosto, 2002.
- SALOMON, Délcio Vieira. **Como Fazer uma Monografia**. Ed. Martins Fontes, 9^a ed., São Paulo, 1999. 412p.
- SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**. v. 94, p. 461-488, 1986.
- SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. São Paulo. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002. 152p. Disponível em <<http://www.teses.usp.br>>.
- SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. **Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras - um estudo empírico**. Caderno de Pesquisas em Administração da USP, v. 10, n. 1, janeiro/março, p. 57-71, 2003a.
- SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. **Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras - um estudo empírico**. RAE /GV - Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. v. 43, n.3, julho/agosto/setembro, p. 50-64, 2003b.
- SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **IV Encontro Brasileiro de Finanças**, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho, Anais..., 2004 (CD-ROM). Disponível em <<http://www.sbfin.org.br/>>. Acesso em: 25 set. 2004a.

- SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., SILVEIRA, Héber P. Determinantes da concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras. **IV Encontro Brasileiro de Finanças**, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho, Anais..., 2004 (CD-ROM). Disponível em <<http://www.sbfin.org.br/>>. Acesso em: 25 set. 2004b.
- SILVEIRA, Alexandre M., YOSHINAGA, Cláudia E., BORBA, Paulo F. **Crítica à Teoria dos Stakeholders como Função-Objetivo Corporativa**. Trabalho em progresso, FEA/USP, 2004c.
- SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. **Does capital structure matter? Revisiting Modigliani and Miller's Empirical Work using Latin American and North American data**. Artigo a ser publicado no Latin American Business Review, 2005a.
- SILVEIRA, Alexandre M., LANZANA, Ana Paula, BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. **Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras**. Artigo a ser publicado na RAUSP - Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo, 2005b.
- STERNBERG, E. The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine. **Centre for Business and Professional Ethics**, Leeds, UK, November, 1999.
- STULZ, R.M. Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market of Corporate Control. **Journal of Financial Economics**. v. 20, p. 25-54, 1988.
- SUNDARAM, Anant e INKPEN, Andrew. The Corporate Objective Revisited, Glendale. **Essay, Thunderbird American Graduate School of International Management**, 2002.
- TOBIN, James. Liquidity preferences as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, n. 65-86, February, 1958.
- WILLIAMSON, Oliver. Managerial discretion and business behavior. **American Economic Review**, v. 53, p. 1032-1055, 1964.
- WILLIAMSON, Oliver. The vertical integration of production: market failure considerations. **American Economic Review, Papers and Proceedings**, v. 63, p. 316-325, 1971.
- WILLIAMSON, Oliver. **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. 1 ed. The Free Press, 1975. 286 p.

- WILLIAMSON, Oliver. **The Economic Institutions of Capitalism**. 1 ed. The Free Press, 1985.
- WILLIAMSON, Oliver. **The mechanisms of governance**. 1 ed. Oxford University Press, 1996. 429 p.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey. **Introductory econometrics: a modern approach**. 2. ed. Thomson Southwestern, Ohio, 2003. 863.
- YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of Directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n.3, p. 185-213, 1996.
- ZINGALES, Luigi. Corporate governance. In: NEWMAN, Peter (editor). **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**. New York, NY: Macmillan, 1998. 2210p.
- ZINGALES, Luigi. In search of new foundations. **Journal of Finance**, v. 55, p. 1623-1653, 2000.

Apêndice A – Racional e critérios adotados para elaboração do índice de governança corporativa (IGOV)

Pergunta 1 – É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?

Racional – O acesso às informações é considerado um aspecto essencial para os investidores tomarem melhores decisões econômicas e para os acionistas avaliarem a gestão da companhia. O Relatório Anual, embora muitas vezes utilizado como ferramenta de marketing ou peça de relações públicas da companhia, resume de uma maneira menos técnica e formal o desempenho corporativo ao longo de um exercício social, facilitando aos investidores a análise da companhia.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que possibilitam aos investidores (atuais e potenciais) a leitura do seu Relatório Anual por meio de acesso remoto, via *download* do documento ou Relatório Anual *online*.

Pergunta 2 – O *website* dispõe de documentos relativos a governança corporativa, tais como: explicações do modelo de governança da companhia, código de boas práticas de governança corporativa da empresa, regimento interno do conselho de administração ou política de negociação de valores mobiliários.?

Racional – A questão visa a avaliar se a companhia formaliza e divulga suas práticas de governança e se o investidor consegue entender o modelo de governança corporativa adotado pela companhia sem precisar de um contato direto com representante da empresa.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que divulgam voluntariamente documentos explicando seu modelo de governança corporativa. Não foi atribuído ponto às empresas que divulgam isoladamente documentos como Política de Divulgação de Informações ou Estatuto Social, pois, apesar de serem documentos

importantes, são obrigatórios pela instrução 391 da CVM ou pela lei 6.404/76 das Sociedades por Ações, respectivamente. Ademais, a essência da questão é avaliar se as empresas formalizam e divulgam publicamente suas práticas de governança e se o investidor consegue entender o modelo governança da empresa por meio dos documentos corporativos.

Pergunta 3 – O *website* dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?

Racional – A questão visa a avaliar se a empresa disponibiliza ao investidor informações estratégicas, operacionais e financeiras além das informações constantes das demonstrações financeiras e Relatório Anual, visando a proporcionar ao investidor não o mero entendimento das ações passadas, mas também uma melhor perspectiva sobre o futuro da companhia. A realização de apresentações periódicas para analistas e a disponibilização dessas apresentações para investidores são consideradas boas práticas de governança corporativa.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que disponibilizam em seu *website* apresentações para analistas ou que disponham de alguma área no *website* com dados que possibilitem melhores projeções operacionais e financeiras. É importante ressaltar que somente foi atribuído ponto às empresas com apresentações e dados atualizados, sendo considerado o período maior que um ano como critério de corte para apresentações consideradas não atualizadas.

Pergunta 4 – O *website* é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?

Racional – É importante para captação de recursos de investidores estrangeiros que a empresa disponibilize suas informações em outra língua além do português. Ademais, a presença de uma área exclusiva no *website* destinada aos investidores é considerada um item chave para acesso às informações corporativas.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que possuem de forma clara uma seção de Relações com Investidores (mesmo que eventualmente o título da área seja um pouco diferente do sugerido) e que também disponibilizam o *website* em inglês. É importante ressaltar que o ponto foi atribuído apenas às empresas que disponibilizam todas as informações em inglês, inclusive os relatórios financeiros, haja vista que se observou que algumas companhias possuem *websites* com tópicos em inglês porém todos os relatórios e apresentações apenas em português.

Pergunta 5 – Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa.

Racional – A necessidade de contato direto com representante da companhia foi considerado um aspecto negativo, já que impõe ao investidor (muitas vezes localizado distante geograficamente da sede da companhia) custos financeiros e de tempo para obtenção de informações corporativas, desestimulando-o a analisar a companhia.

Critério Adotado para Pontuação – Não foi atribuído um ponto às empresas cujo pesquisador teve que entrar em contato direto, via e-mail ou telefone. Os motivos mais comuns para a tentativa de contato direto foram: busca pelo Relatório Anual da companhia, dificuldade de *download* de documentos e dificuldade de entendimento de informações do *website* ou relatórios.

Pergunta 6 – O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?

Racional – Uma aproximação sobre o nível de atenção da empresa em relação à questão da governança corporativa se reflete na constituição de uma seção específica sobre o tema no seu

Relatório Anual, descrevendo as práticas implementadas e as em processo de implementação a fim de garantir que as decisões sejam tomadas no melhor interesse de todos os acionistas.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que possuem uma seção específica no seu Relatório Anual abordando o tema governança corporativa, desde que a seção apresentasse alguma informação relevante além da mera descrição dos nomes dos diretores e conselheiros e da estrutura de propriedade da companhia.

Pergunta 7 – O Relatório Anual, *website* ou relatório 20-F explica a remuneração global dos executivos?

Racional – A forma de remuneração dos executivos é considerada um dos principais mecanismos internos de governança corporativa. A legislação brasileira não obriga as empresas a divulgarem o montante e a forma de remuneração individual dos executivos, exigindo apenas que a empresa indique o valor global pago no relatório IAN (Informações Anuais) da CVM. O objetivo da questão foi avaliar a divulgação voluntária da empresa sobre aspectos relacionados à remuneração dos executivos e conselheiros, mesmo que as informações não apresentassem explicitamente o montante pago individualmente aos executivos. Para as empresas com ADRs negociados, além do *website* e do Relatório Anual, foi analisado o relatório 20-F submetido a SEC (*Securities and Exchange Commission*), que possui uma seção específica sobre remuneração dos administradores.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que explicaram de forma quantitativa ou qualitativa o pacote de remuneração oferecido aos executivos e conselheiros. Foi atribuído ponto para as empresas que comentaram a política de remuneração (baseada em metas, com base em distribuição de ações, etc.) em seus *websites* ou Relatórios Anuais, mesmo quando não foram divulgados os valores de remuneração individual. No caso das empresas com ADR's negociados, com remuneração global explícita no relatório 20-F, o

ponto somente foi atribuído quando o texto foi considerado suficientemente explicativo, haja vista que algumas empresas apenas reportaram o valor global da remuneração paga a todos os diretores e conselheiros, sem qualquer detalhamento sobre a forma de remuneração (salário fixo, bônus, opções de ações, etc.).

Pergunta 8 – Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?

Racional – A divulgação das demonstrações financeiras de acordo com os princípios contábeis internacionalmente aceitos (IAS-GAAP) ou princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos (US-GAAP) é considerada uma boa prática de governança por permitir melhor comparação do desempenho da empresa em relação a empresas estrangeiras, além de permitir ao investidor avaliar possíveis diferenças no resultado financeiro decorrente de diferentes princípios contábeis. Ademais, é algo considerado essencial por potenciais investidores estrangeiros para melhor entendimento dos números corporativos.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que divulgaram os balanços em US-GAAP, além da demonstração obrigatória de acordo com os princípios contábeis brasileiros. Como as empresas com ADRs negociados precisam obrigatoriamente reconciliar seus resultados para o US-GAAP no relatório 20-F, todas essas empresas obtiveram pontuação neste item.

Pergunta 9 – O Relatório Anual, *website* ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?

Racional – Além da análise retrospectiva, é importante para o investidor possuir uma perspectiva sobre o desempenho futuro da companhia, de forma a obter subsídios adicionais para sua tomada de decisão. Desta forma, é útil para os investidores que a empresa apresente de forma clara estimativas financeiras sobre seu desempenho futuro (estimativas de lucro por

ação, estimativas de ROE, etc.), elaboradas pela própria empresa ou por analistas de mercado. Entretanto, é fundamental que a empresa ressalte que os eventos futuros são incertos e separe claramente os dados decorrentes de resultados já alcançados das projeções sobre possíveis resultados futuros.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram claramente no seu *website* ou Relatório Anual uma seção com estimativas de resultados financeiros futuros, como por exemplo uma seção com as projeções de lucro por ação elaborada pelos analistas de mercado da companhia. Convém ressaltar que o ponto somente foi atribuído para as empresas que alertaram explicitamente sobre a incerteza de eventos futuros, deixando claro que se tratavam apenas de estimativas.

Pergunta 10 – O Relatório Anual, *website* ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?

Racional – O lucro econômico é o resultado financeiro da companhia após descontar todos os custos do período, incluindo o custo de oportunidade do capital empregado nas operações da empresa, obtido junto aos credores (capital de terceiros) e acionistas (capital próprio). Desta forma, a busca pela maximização do valor da empresa, objetivo fundamental dos gestores, pode ser traduzida como a busca pela maximização do lucro econômico. Quando o lucro econômico é positivo, afirma-se que a empresa adicionou valor no período (proporcionou aos acionistas um retorno superior ao custo do capital exigido). Quando ocorre o inverso, afirma-se que a empresa destruiu valor no período. A publicação do valor adicionado/destruído pelo negócio pode ser considerada uma boa prática de governança ao propiciar aos investidores uma melhor análise da gestão da empresa.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram claramente no seu *website* ou Relatório Anual o valor adicionado/destruído pelo negócio com base em alguma medida que levasse em conta o montante de recursos investido nas operações da companhia e o custo de oportunidade desses recursos, incluindo o custo do capital próprio. Notou-se a publicação por parte de diversas companhias da Demonstração de Valor Adicionado (DVA⁶⁶) que, apesar do título, não leva em conta o custo do capital nem o montante investido nas operações para cálculo do valor adicionado/destruído pelo negócio no período. Desta forma, a DVA não foi considerada uma métrica de valor e não foi atribuído ponto às empresas com base nessa demonstração.

Pergunta 11 – Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?

Racional – A grande maioria dos códigos de boas práticas de governança corporativa, incluindo os códigos brasileiros do IBGC e da CVM, recomenda que pessoas distintas ocupem os cargos de diretor executivo (presidente da empresa) e presidente do conselho de administração. A recomendação se baseia no argumento de que uma das funções primordiais do conselho é supervisionar a alta gestão da companhia e que o acúmulo de ambas funções em uma mesma pessoa pode diminuir a independência e a capacidade de supervisão do órgão.

Critério Adotado para Pontuação – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que identificaram o presidente do conselho como uma pessoa distinta do diretor executivo da empresa.

⁶⁶ A DVA é uma demonstração de resultados voluntária que é preparada de acordo com o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/Nº 01/00.

Pergunta 12 – A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?

Racional – Alguns estudiosos acreditam que a efetividade do conselho de administração diminui na medida em que ele ultrapassa um certo número de membros. Jensen (2001b) argumenta que um conselho “superpovoado” possui menor probabilidade de funcionar de forma efetiva e maior probabilidade de ser controlado pelo diretor executivo. Segundo Jensen (2001b, p. 52), “os conselhos com mais de sete ou oito membros possuem uma probabilidade menor de funcionar de forma eficaz, tornando-se mais fáceis de serem controlados pelo diretor executivo”. Por outro lado, um conselho com um número muito pequeno de membros teria uma capacidade limitada de cumprir suas atribuições satisfatoriamente, principalmente em grandes corporações. Desta forma, os códigos de governança do IBGC e da CVM recomendam empiricamente um número intermediário de conselheiros, entre cinco e nove membros, faixa esta utilizada na presente pesquisa.

Critério Adotado para Pontuação – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram um conselho de administração com cinco a nove membros.

Pergunta 13 – Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?

Racional – Praticamente todos os códigos de governança ressaltam a importância de um conselho de administração composto por uma maioria de membros externos (não executivos) na companhia. Esta recomendação reflete o senso comum de que a principal função do conselho é monitorar a gestão da empresa e que somente conselheiros externos profissionais podem ser monitores eficazes. Segundo os códigos de governança, um conselho de administração dominado por executivos pode atuar como um mecanismo de defesa dos

gestores. O senso comum é fortalecido por Fama e Jensen (1983, p. 321), que argumentam que a inclusão de conselheiros externos profissionais aumenta a efetividade do conselho e reduz a probabilidade de conluio dos altos executivos com objetivo de expropriar a riqueza dos acionistas. No Brasil, a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76) define que no máximo um terço do conselho pode ser composto por diretores da companhia (parágrafo 1º do artigo 143)⁶⁷. Desta forma, por definição, o percentual mínimo de conselheiros externos é de 66,7% nas companhias brasileiras. Entretanto, segundo Silveira (2002, p. 92), a alta proporção de conselheiros externos não significa necessariamente uma maior independência do conselho. Segundo o autor, nos conselhos das companhias abertas brasileiras, a maioria dos membros externos é composta por conselheiros indicados pelo acionista controlador para representar seus interesses, e não por conselheiros profissionais sem vínculos com a companhia.

Critério Adotado para Pontuação – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram um conselho de administração com proporção de conselheiros externos (não executivos) maior que 80%. Este percentual foi definido em função da mediana de percentual de conselheiros externos obtida na amostra do estudo, visando a separar as empresas em dois grupos.

Pergunta 14 – O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?

Racional – Os códigos de boas práticas de governança corporativa do IBGC e da CVM recomendam que o conselho de administração possua um mandato unificado de um ano. A idéia é que a reeleição do conselheiro não seja automática e que o mesmo somente seja reeleito após uma avaliação formal do seu desempenho.

⁶⁷ Segundo o texto original da Lei, "Os membros do conselho de administração, até o máximo de um terço, poderão ser eleitos para cargos de diretores".

Critério Adotado para Pontuação – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram claramente (com data de início e término) um mandato unificado de um ano para os conselheiros. Não foi realizada uma análise sobre os critérios de reeleição dos conselheiros.

Pergunta 15 – A empresa possui Acordo de Acionistas?

Racional – O acordo de acionistas representa um consenso dos acionistas controladores sobre a forma pela qual algumas questões corporativas importantes devem ser resolvidas. Sua presença pode aumentar o potencial de expropriação dos acionistas minoritários, já que exclui a possibilidade de sua interferência nos temas definidos no acordo.

Critério Adotado para Pontuação – Com base nos dados disponíveis pelo sistema DIVEXT da CVM, foi atribuído um ponto às empresas que não apresentam acordo de acionistas. Não foi realizada uma análise se o acordo de acionista, eventualmente presente, estava disponível para todos os acionistas.

Pergunta 16 – A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?

Racional – O princípio de uma ação / um voto é prática recomendada pelos códigos de boas práticas de governança corporativa do IBGC e da CVM, além de ser uma exigência da Bovespa para adesão da empresa ao Novo Mercado. A idéia básica é que a separação entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa por meio da utilização de duas classes de ações (com e sem direito a voto) é prejudicial para os acionistas minoritários, já que todos os acionistas deveriam ter direitos de voto iguais.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que possuem apenas ações ordinárias emitidas.

Pergunta 17 – As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?

Racional – De acordo com a Lei 6.404/76 (artigo 15, §2º), as empresas poderiam emitir ações sem direito a voto (preferenciais) em até 2/3 do total de ações emitidas. A Lei 10.303/01 (artigo 15, §2º) reduziu esse limite para 50% do total de ações emitidas, para as companhias instituídas após a publicação da lei. Segundo Leal *et al.* (2002b, p.10), a emissão de ações preferenciais atua como o principal mecanismo de separação entre a propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa do que seria necessário se todas as ações possuíssem igual poder de controle, conseqüentemente aumentando o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos acionistas. Desta forma, a questão se baseia na hipótese de que, quanto maior a proporção de ações sem direito a voto em relação ao total de ações emitidas, maior a separação entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa e, portanto, maior o potencial de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram uma proporção de ações preferenciais inferior a 50% do total de ações emitidas pela empresa. Este percentual foi definido com base no limite estabelecido pela Lei 10.303/01 e também em função da mediana obtida na amostra do estudo, visando separar as empresas em dois grupos.

Pergunta 18 – O(s) controlador(es) possui(em) menos que 70% do total de ações ordinárias?

Racional – A forte concentração das ações com direito a voto é característica fundamental do modelo de governança das companhias abertas brasileiras, com uma ausência quase total de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas. Dado o alto índice de emissão de ações preferenciais, os benefícios de se ter um grande acionista controlador (principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados) são reduzidos em grande parte no Brasil. Isto ocorre porque, apesar da grande

concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam *holdings* que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maior parte do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador. Desta forma, a questão se baseia na hipótese de que, quanto maior a concentração de ações ordinárias em posse do controlador, maior o potencial de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas cujos controlador(es) possui(em) menos que 70% do total de ações ordinárias. Este percentual foi definido em função da mediana obtida na amostra do estudo, visando a separar as empresas em dois grupos.

Pergunta 19 – O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?

Racional – A questão se baseia na hipótese de que, quanto maior a diferença entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa em posse dos acionistas controladores, maior o potencial de expropriação dos acionistas minoritários, conforme argumentação exposta no racional das perguntas 16, 17 e 18.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas cuja variável DIF (diferença entre o percentual de ações ordinárias e o percentual do total de ações em posse dos controladores) fosse inferior a 23%. Este percentual foi definido em função da mediana obtida na amostra do estudo, visando a separar as empresas em dois grupos.

Pergunta 20 – A empresa concede *tag along* aos detentores de ações preferenciais?

Racional – O *tag along* consiste no direito do acionista minoritário vender suas ações por, no mínimo, um percentual do valor pago às ações dos acionistas controladores em caso de alienação direta ou indireta do controle da companhia. A Lei 10.303/01 (254-A) define que os detentores de ações ordinárias possuem o direito de vender suas ações por, no mínimo, 80% do valor pago aos controladores. Entretanto, a lei não assegura qualquer percentual mínimo aos detentores de ações preferenciais. A concessão de *tag along* aos detentores de ações preferenciais é vista como uma boa prática de governança, pois faz com que o prêmio pelo controle pago ao acionista controlador diminua em favor dos demais acionistas em caso de venda da companhia.

Critério Adotado para Pontuação – Foi atribuído um ponto às empresas que concederam voluntariamente *tag along* aos detentores de ações preferenciais. No caso das empresas possuírem apenas ações ordinárias emitidas, atribuiu-se um ponto às empresas que concederam voluntariamente *tag along* aos detentores de ações ordinárias em patamar superior a 80% (percentual obrigatório estipulado pelo artigo 254-A da Lei 10.303/01)⁶⁸.

⁶⁸ A lista de empresas que concedem *tag along* foi obtida na seção “empresas”, sub-seção “informações especiais sobre ações”, do *website* da Bovespa (www.bovespa.com.br).

Apêndice B – Índice de Governança Corporativa por critério de avaliação

#	Empresa \ Pergunta	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	IGOV
1	Petrobras	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	0	1	1	0	0	16
1	Ultrapar	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	1	0	1	1	1	1	16
3	Brasil T Par	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	0	0	1	0	0	14
3	Escelsa	1	0	0	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	1	1	1	0	14
3	Vale Rio Doce	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	1	1	1	0	14
6	Ambev	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	13
6	Brasil Telecom	1	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	13
6	Copel	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1	0	0	13
6	Net	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1	13
6	Petroflex	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0	13
6	Sabesp	0	0	1	1	1	0	1	1	0	0	1	1	1	0	1	1	1	0	1	1	13
12	Belgo Mineira	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	1	1	0	12
12	Braskem	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	12
12	Duralex	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	1	12
12	Gerdau	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	1	12
12	Perdigao	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	12
12	Sadia SA	1	0	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	1	0	0	0	1	1	0	12
12	Sid Nacional	1	0	1	1	1	0	0	1	0	0	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	12
12	Tele Celular Sul	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	12
12	Telemar Norte Leste	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	12
21	Cemig	1	0	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	11
21	Embraer	1	0	1	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	0	0	0	0	1	0	0	11
21	Itautec	1	1	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	1	1	1	1	0	1	0	11
21	Pao de Acucar	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	1	0	0	0	11
21	Sid Tubarao	1	1	1	1	1	1	0	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	11
21	Unipar	1	0	1	1	1	0	0	1	0	0	1	1	1	1	1	0	0	1	0	0	11
27	Copesul	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	10
27	Ideiasnet	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	10
27	Loj Americanas	1	0	1	1	1	1	0	0	0	1	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	10
27	Sanepar	1	1	0	0	1	0	1	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1	1	0	10
27	Souza Cruz	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	0	1	0	1	1	1	0	1	0	10
27	Telemig Celul Part	1	0	1	1	1	0	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	10
27	Telemig Celular	1	0	1	0	1	0	1	1	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	1	0	10
27	Telesp Cel Part	1	1	1	1	1	0	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	10
35	Bahia Sul	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	1	0	9
35	Coelba	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	0	1	0	9
35	Cosipa	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	1	0	9
35	Eletrobras	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	1	0	1	0	9
35	Embratel Part	1	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	9

Apêndice B – Índice de Governança Corporativa por critério de avaliação

#	Empresa \ Pergunta	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	IGOV
35	F Cataguazes	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	9
35	Fras-Le	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	1	1	0	9
35	Gerdau Met	1	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	9
35	lochp-Maxion	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1	0	9
35	Light	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	1	1	0	1	0	9
35	Marcopolo	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	1	0	1	9
35	Seara Alim	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	0	1	0	9
35	Tele Centroeste Cel	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	1	0	0	9
35	Tele Norte Celular	1	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	1	0	0	9
35	Tupy	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	0	1	1	9
35	Usiminas	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	1	0	9
51	Aracruz	1	1	1	1	1	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	8
51	CCR Rodovias	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	1	1	0	1	1	8
51	Comgas	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	1	0	1	0	8
51	CPFL Geracao	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	1	0	8
51	Enersul	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	1	0	8
51	Klabin	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	8
51	Paul F Luz	1	0	0	0	1	1	0	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	1	0	8
51	Rossi Resid	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	0	1	0	8
51	Santista Textil	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	0	1	0	8
51	Saraiva Livr	1	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	8
51	Suzano Petroquim	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	8
51	Tele Nordeste Celul	1	0	1	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	8
51	Tractebel	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	0	1	0	8
51	Weg	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	0	1	8
65	Acos Villares	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	1	1	0	7
65	Caemi Metal	1	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	7
65	Cremer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	1	1	0	7
65	Eternit	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	1	1	1	7
65	Gera Paranapanema	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	0	1	1	7
65	Joao Fortes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	1	1	1	1	0	7
65	Mont Aranha	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1	1	1	1	0	7
65	Paranapanema	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	1	1	0	7
65	Politeno	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	1	0	1	0	7
65	Randon Part	1	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	7
65	Rhodia-Ster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	0	1	0	1	1	7
65	Suzano	0	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	7
65	Telemar	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	7
65	Transmis Paulista CTE	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	7
65	Vicunha Textil	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	0	1	0	7

Apêndice B – Índice de Governança Corporativa por critério de avaliação

#	Empresa \ Pergunta	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	IGOV
80	Acesita	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	6
80	Albarus	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	1	0	1	0	6
80	Alpargatas	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	6
80	Cerj	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	1	1	0	1	0	6
80	Cesp	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	6
80	Cia Hering	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	1	1	1	0	6
80	Cim Itau	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	1	0	1	0	6
80	Confab	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	6
80	Dixie Toga	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0	0	6
80	Eletropaulo Metropo	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	6
80	Globex	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	1	1	0	6
80	Gradiente	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	1	0	1	0	6
80	Ipiranga Dist	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	1	0	6
80	Petroquimica Uniao	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	1	0	6
80	Telesp Operac	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	1	0	6
95	AES Elpa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1	1	0	1	0	5
95	AES Tiete	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	5
95	Avipal	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	0	1	0	5
95	CEB	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	1	0	5
95	Dimed	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	1	1	1	0	5
95	Elektro	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	1	0	1	0	5
95	Inepar Energia	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	1	1	0	5
95	Ipiranga Pet	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0	5
95	Ipiranga Ref	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1	0	5
95	Latasa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0	1	1	5
95	Metal Leve	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1	0	0	0	1	0	5
95	Metisa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	5
95	Portobello	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	5
95	Telefonica Data Hld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	1	0	5
95	Trevisa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	1	0	0	5
95	Trikem	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	0	1	1	0	5
95	Wembley	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	1	0	1	0	5
112	Bunge Brasil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	1	0	1	0	4
112	Cacique	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	1	0	0	4
112	Cambuci	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	1	4
112	Celesc	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	1	0	1	4
112	Coteminas	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	4
112	Electrolux	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	4
112	Embraco	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	4
112	Ferbasa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	1	0	0	0	0	0	4

Apêndice B – Índice de Governança Corporativa por critério de avaliação

#	Empresa \ Pergunta	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	IGOV
112	Graziotin	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	1	4
112	Iven	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	4
112	Kepler Weber	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	4
112	Magnesita	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	1	0	0	4
112	Mendes Jr	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	1	0	4
112	Pronor	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	1	0	4
112	Renner Particip	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	0	0	1	0	0	4
112	Sansuy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	1	0	0	0	0	1	4
112	Teka	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	4
112	Tele Leste Celular	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	4
112	Tele Sudeste Celula	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	1	0	4
131	Bic Caloi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	3
131	CRT Celular	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	3
131	EMAE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	3
131	Fosfertil	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	3
131	Guararapes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	1	0	3
131	Inds Romi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	3
131	Lix da Cunha	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	3
131	Multibras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	0	3
131	Plascar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0	0	3
131	Recrusul	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	1	0	0	0	0	0	3
131	Ripasa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	3
142	Bardella	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	2
142	Brasmotor	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	2
142	Brazil Realt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	2
142	Fertibras	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	2
142	Forjas Taurus	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	2
142	Inepar Construcoes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	2
142	Mangels	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2
142	Pettenati	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	2
142	Polialden	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	2
142	Sao Carlos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	2
142	Schulz	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	2
142	Tectoy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0	2
142	Trafo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	2
142	Usin C Pinto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	2
142	Vigor	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0	2
142	Wetzel	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	2
142	Wiest	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	2
159	Estrela	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
159	Minupar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1
159	Rasip Agro Pastoral	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1

Apêndice C – Matriz de correlações das variáveis utilizando IGOV como variável de governança

(amostra de 161 empresas relativas ao ano de 2002)

	Q	VF	LOAT	LAJIRDA	IGOV	IGOV18	IGOV20	IGOV8	IGOV10	CON	PROP	DIF	ALAV	ADR	BOV	LogREC	LIQ	TANG
Q	1																	
<i>sig. (2-tailed)</i>																		
VF	0.8587	1																
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0000																	
LOAT	-0.5226	-0.2518	1															
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0000	0.0013																
LAJIRDA	0.0879	0.2194	0.5193	1														
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.2676	0.0052	0.0000															
IGOV	0.0434	0.0781	0.1510	0.2801	1													
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.5848	0.3249	0.0559	0.0003														
IGOV18	0.0521	0.0880	0.1531	0.2951	0.9818	1												
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.5113	0.2671	0.0525	0.0001	0.0000													
IGOV20	-0.0255	-0.0086	0.0460	0.0796	0.5850	0.4947	1											
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.7483	0.9133	0.5627	0.3157	0.0000	0.0000												
IGOV8	-0.0131	0.0066	0.0461	0.1058	0.5620	0.5439	0.9194	1										
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.8688	0.9342	0.5613	0.1818	0.0000	0.0000	0.0000											
IGOV10	0.0678	0.1004	0.1578	0.2960	0.8824	0.9126	0.1345	0.1532	1									
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.3928	0.2051	0.0456	0.0001	0.0000	0.0000	0.0889	0.0523										
CON	0.1592	0.1312	-0.0612	0.0217	-0.2593	-0.1405	-0.2384	0.0266	-0.1785	1								
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0437	0.0971	0.4407	0.7844	0.0009	0.0754	0.0023	0.7374	0.0235									
PROP	0.1592	0.1382	-0.0208	0.0611	-0.0277	-0.0287	0.2848	0.3392	-0.1991	0.6716	1							
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0437	0.0805	0.7935	0.4414	0.7272	0.7178	0.0000	0.0000	0.0114	0.0000								
DIF	-0.0402	-0.0424	-0.0381	-0.0577	-0.2418	-0.1129	-0.6339	-0.4214	0.0724	0.1831	-0.6054	1						
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.6124	0.5934	0.6310	0.4670	0.0020	0.1539	0.0000	0.0000	0.3613	0.0200	0.0000							
ALAV	0.7993	0.5651	-0.6315	0.0011	0.0901	0.0962	0.0279	0.0398	0.0939	0.0662	0.0590	-0.0072	1					
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.9891	0.2554	0.2247	0.7250	0.6166	0.2360	0.4043	0.4570	0.9275						
ADR	0.0818	0.1354	0.0609	0.1887	0.5123	0.5294	-0.0034	-0.0092	0.6279	-0.1835	-0.1932	0.0593	0.0324	1				
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.3022	0.0868	0.4427	0.0165	0.0000	0.0000	0.9654	0.9074	0.0000	0.0198	0.0140	0.4550	0.6833					
BOV	-0.0099	-0.0211	0.0083	0.0081	0.2649	0.3205	-0.0650	0.0330	0.3613	0.0453	-0.1416	0.2365	0.0726	0.2540	1			
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.9010	0.7906	0.9165	0.9185	0.0000	0.0000	0.4127	0.6779	0.0000	0.5686	0.0732	0.0025	0.3602	0.0011				
LogREC	-0.0657	-0.0685	0.2863	0.4244	0.5435	0.5438	0.1569	0.1384	0.5730	-0.0818	0.0669	-0.1767	-0.0566	0.4023	0.2393	1		
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.4073	0.3881	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0468	0.0799	0.0000	0.3021	0.3990	0.0249	0.4760	0.0000	0.0022			
LIQ	0.0590	0.0839	0.0563	0.1544	0.4295	0.4388	0.1352	0.1446	0.4463	-0.1359	-0.1184	0.0110	-0.0020	0.4533	0.1490	0.4476	1	
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.4572	0.2902	0.4780	0.0504	0.0000	0.0000	0.0872	0.0672	0.0000	0.0856	0.1348	0.8896	0.9801	0.0000	0.0592	0.0000		
TANG	-0.0519	-0.1246	-0.0721	-0.1827	0.0167	0.0313	0.0397	0.0811	-0.0027	0.1123	0.0547	0.0480	0.0074	0.0064	0.0030	-0.0714	0.0893	1
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.5134	0.1154	0.3635	0.0203	0.8336	0.6935	0.6168	0.3064	0.9732	0.1560	0.4904	0.5450	0.9256	0.9358	0.9698	0.3681	0.2600	

Apêndice D – Matriz de correlações das variáveis utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança

(amostra de 776 observações / 161 empresas relativas ao período 1998–2002)

	Q	VF	LOAT	LAJIRDA	DE	BSZ	OUT	CON	PROP	DIF	ALAV	LogREC	LIQ	TANG
Q	1													
<i>sig. (2-tailed)</i>														
VF	0.8730	1												
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0000													
LOAT	-0.4735	-0.2494	1											
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0000	0.0000												
LAJIRDA	0.0852	0.1944	0.4657	1										
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0176	0.0000	0.0000											
DE	-0.0854	-0.1310	-0.0808	-0.1772	1									
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0173	0.0003	0.0244	0.0000										
BSZ	-0.0008	0.0135	0.0462	0.0389	-0.2389	1								
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.9817	0.7073	0.1988	0.2795	0.0000									
OUT	0.0898	0.0978	0.0415	0.1601	-0.5679	0.3528	1							
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0123	0.0064	0.2481	0.0000	0.0000	0.0000								
CON	0.0472	0.0061	-0.0462	-0.0508	0.0934	-0.0791	-0.0194	1						
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.1887	0.8646	0.1989	0.1580	0.0092	0.0275	0.5903							
PROP	0.0957	0.0605	-0.0369	0.0018	-0.1504	0.0059	0.0995	0.6638	1					
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0076	0.0919	0.3042	0.9601	0.0000	0.8707	0.0055	0.0000						
DIF	-0.0721	-0.0718	-0.0030	-0.0583	0.2981	-0.0948	-0.1505	0.2410	-0.5659	1				
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0447	0.0456	0.9342	0.1049	0.0000	0.0082	0.0000	0.0000	0.0000					
ALAV	0.6616	0.4967	-0.5459	-0.1148	-0.1108	-0.0586	0.0682	0.0631	0.1168	-0.0821	1			
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0014	0.0020	0.1031	0.0576	0.0791	0.0011	0.0222				
LogREC	0.0445	0.1035	0.2100	0.4103	-0.2167	0.3245	0.2546	-0.1077	0.0707	-0.2104	-0.0311	1		
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.2161	0.0039	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0027	0.0491	0.0000	0.3875			
LIQ	0.1587	0.1814	0.0189	0.1349	-0.0982	0.2098	0.0773	-0.1106	-0.0952	0.0015	-0.0203	0.4383	1	
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0000	0.0000	0.6017	0.0002	0.0065	0.0000	0.0324	0.0022	0.0084	0.9679	0.5757	0.0000		
TANG	-0.0605	-0.0931	-0.0394	-0.1671	-0.0724	0.154	0.0609	0.0872	0.0839	-0.0127	-0.0578	-0.1439	0.1101	1
<i>sig. (2-tailed)</i>	0.0922	0.0095	0.2731	0.0000	0.0438	0.0000	0.0899	0.0151	0.0195	0.7241	0.1078	0.0001	0.0023	

**Apêndice E – Exemplo de regressão múltipla com equações isoladas utilizando IGOV
como variável de governança corporativa (seção 4.4.2)**

```
. /* Com erros padrao robustos a
> heterocedasticidade - comando 'rob' no final com IGOV, CON, VF*/
. regress vf igov con alav adr bov logrec liq tang ident* ds* , rob
```

```
Regression with robust standard errors
```

	Number of obs =	161
	F(27, 131) =	.
	Prob > F =	.
	R-squared =	0.4726
	Root MSE =	.3835

vf	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
igov	.014169	.010527	1.35	0.181	-.006656	.0349939
con	.3995802	.1996928	2.00	0.047	.0045403	.7946202
alav	.7774051	.2437306	3.19	0.002	.2952477	1.259562
adr	.2042348	.0971498	2.10	0.037	.0120494	.3964203
bov	-.1301277	.0726077	-1.79	0.075	-.273763	.0135075
logrec	-.0901531	.0554159	-1.63	0.106	-.199779	.0194728
liq	.0616216	.0443353	1.39	0.167	-.0260842	.1493274
tang	-.0326808	.016389	-1.99	0.048	-.0651022	-.0002594
ident1	-.0857925	.1270005	-0.68	0.501	-.3370298	.1654449
ident2	-.1745938	.1125652	-1.55	0.123	-.3972746	.0480871
ident3	-.1699705	.126631	-1.34	0.182	-.4204769	.0805358
ident4	.3167211	.1412481	2.24	0.027	.0372987	.5961434
ident5	-.2324132	.1391846	-1.67	0.097	-.5077536	.0429272
ident6	(dropped)					
ds1	-.1454893	.1750094	-0.83	0.407	-.4916996	.200721
ds2	-.233343	.185122	-1.26	0.210	-.5995585	.1328725
ds3	-.1042498	.233519	-0.45	0.656	-.566206	.3577064
ds4	-.4708849	.1689885	-2.79	0.006	-.8051844	-.1365853
ds5	-.1949062	.1451013	-1.34	0.182	-.4819511	.0921388
ds6	-.5153003	.1414937	-3.64	0.000	-.7952087	-.235392
ds7	-.0472562	.2079321	-0.23	0.821	-.4585955	.3640832
ds8	(dropped)					
ds9	-.2077137	.2554171	-0.81	0.418	-.7129897	.2975623
ds10	-.2800848	.2216975	-1.26	0.209	-.7186554	.1584858
ds11	-.3434161	.168953	-2.03	0.044	-.6776454	-.0091868
ds12	-.3848731	.1861321	-2.07	0.041	-.7530869	-.0166593
ds13	-.2270021	.2318027	-0.98	0.329	-.685563	.2315589
ds14	-.3583048	.1444902	-2.48	0.014	-.6441408	-.0724687
ds15	-.4005316	.1464277	-2.74	0.007	-.6902006	-.1108627
ds16	-.201633	.1822222	-1.11	0.271	-.562112	.1588459
ds17	-.0445996	.1697754	-0.26	0.793	-.3804558	.2912567
_cons	.8164472	.3627572	2.25	0.026	.0988269	1.534067

**Apêndice F – Exemplo de regressão múltipla com equações isoladas utilizando variáveis
de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.4.3)**

```
. /* Com erros padrao robustos a
> heterocedasticidade - comando 'rob' no final com Q Tobin e CON */
. regress q de lnbsz lnbszq out con alav logrec liq tang ident* ds* da*, rob
```

```
Regression with robust standard errors
```

	Number of obs =	765
	F(34, 730) =	10.63
	Prob > F =	0.0000
	R-squared =	0.5776
	Root MSE =	.39482

q	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
de	.0668732	.0381809	1.75	0.080	-.0080844	.1418307
lnbsz	-.6578081	.2550057	-2.58	0.010	-1.15844	-.157176
lnbszq	.1864664	.0690509	2.70	0.007	.0509044	.3220284
out	.2540913	.1242891	2.04	0.041	.0100847	.4980979
con	.1696655	.0667449	2.54	0.011	.0386307	.3007003
alav	1.489005	.1900142	7.84	0.000	1.115965	1.862044
logrec	-.0410728	.035617	-1.15	0.249	-.1109969	.0288513
liq	.1200759	.0325191	3.69	0.000	.0562338	.1839181
tang	-.0158246	.0104747	-1.51	0.131	-.0363888	.0047396
ident1	.1769068	.0802946	2.20	0.028	.0192709	.3345427
ident2	.1385533	.0786098	1.76	0.078	-.015775	.2928816
ident3	.0690747	.0960893	0.72	0.472	-.1195697	.2577192
ident4	.0303199	.1686279	0.18	0.857	-.3007336	.3613735
ident5	.0582748	.0995026	0.59	0.558	-.1370706	.2536201
ident6	(dropped)					
ds1	(dropped)					
ds2	.2467382	.1099332	2.24	0.025	.0309152	.4625612
ds3	.3433807	.1244349	2.76	0.006	.0990877	.5876737
ds4	.0258212	.0894231	0.29	0.773	-.149736	.2013784
ds5	.0480072	.123218	0.39	0.697	-.1938967	.289911
ds6	.2571454	.1057769	2.43	0.015	.0494822	.4648085
ds7	.1121784	.1014503	1.11	0.269	-.0869907	.3113475
ds8	.1524919	.1248135	1.22	0.222	-.0925443	.3975281
ds9	.3264447	.1230414	2.65	0.008	.0848874	.5680019
ds10	.383144	.1104415	3.47	0.001	.1663232	.5999648
ds11	.0912212	.1044363	0.87	0.383	-.1138101	.2962526
ds12	.2237631	.1384537	1.62	0.106	-.0480518	.495578
ds13	.1629255	.1065009	1.53	0.126	-.046159	.3720101
ds14	.0612717	.0979736	0.63	0.532	-.1310719	.2536154
ds15	.5081579	.1131403	4.49	0.000	.2860388	.7302771
ds16	.1543094	.0950265	1.62	0.105	-.0322483	.3408672
ds17	.4391026	.1103974	3.98	0.000	.2223683	.655837
da1	(dropped)					
da2	.2576674	.048284	5.34	0.000	.1628754	.3524594
da3	.1633737	.0363948	4.49	0.000	.0919227	.2348247
da4	.1344769	.0342104	3.93	0.000	.0673143	.2016395
da5	.1211405	.0373144	3.25	0.001	.0478841	.1943968
_cons	.1296247	.3554511	0.36	0.715	-.5682037	.8274531

Apêndice G – Exemplo de sistema de equações simultâneas com três equações utilizando

IGOV como variável de governança (seção 4.5.1)

```
. /* Equações Simultâneas por 3SLS com 3 equações com IGOV, CON, Q Tobin */
. reg3 (igov con q crec adr bov logrec payout tang ident* ds*) (con igov q logr
> ec tang fcles ik idios payout ident* ds*) (q igov con alav adr bov logrec liq
> tang ident* ds*)
```

Three-stage least squares regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	chi2	P
igov	130	28	2.504647	0.4921	139.26	0.0000
con	130	28	.1696782	0.3303	62.68	0.0002
q	130	28	.2991171	0.4411	98.37	0.0000

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
igov					
con	-2.131808	5.169594	-0.41	0.680	-12.26403 8.00041
q	3.088262	1.148905	2.69	0.007	.8364502 5.340074
crec	-.0294457	.0932515	-0.32	0.752	-.2122153 .1533239
adr	1.518285	.991801	1.53	0.126	-.4256094 3.462179
bov	-.1066961	.7309966	-0.15	0.884	-1.539423 1.326031
logrec	2.372736	.540205	4.39	0.000	1.313953 3.431518
payout	.0027225	.0104195	0.26	0.794	-.0176994 .0231444
tang	.4408604	.333168	1.32	0.186	-.2121368 1.093858
ident1	-2.409213	1.728179	-1.39	0.163	-5.796382 .9779554
ident2	-.9499522	1.610137	-0.59	0.555	-4.105762 2.205858
ident3	-1.164339	1.584208	-0.73	0.462	-4.269329 1.940652
ident4	(dropped)				
ident5	.5358721	1.725526	0.31	0.756	-2.846096 3.91784
ident6	(dropped)				
ds1	(dropped)				
ds2	2.341131	2.843255	0.82	0.410	-3.231546 7.913808
ds3	2.214407	3.343704	0.66	0.508	-4.339133 8.767948
ds4	4.374494	2.790096	1.57	0.117	-1.093993 9.842982
ds5	.6896094	2.882663	0.24	0.811	-4.960307 6.339526
ds6	2.823449	2.795323	1.01	0.312	-2.655284 8.302182
ds7	1.858389	2.773563	0.67	0.503	-3.577694 7.294473
ds8	1.510066	3.088661	0.49	0.625	-4.543599 7.563731
ds9	2.422821	2.983919	0.81	0.417	-3.425553 8.271196
ds10	2.214585	2.668256	0.83	0.407	-3.0151 7.444271
ds11	2.094742	2.791013	0.75	0.453	-3.375544 7.565027
ds12	.6483446	3.461453	0.19	0.851	-6.135978 7.432667
ds13	2.46927	2.759566	0.89	0.371	-2.93938 7.87792
ds14	2.959118	2.743358	1.08	0.281	-2.417765 8.336
ds15	2.240729	2.838795	0.79	0.430	-3.323207 7.804666
ds16	1.564348	2.897675	0.54	0.589	-4.11499 7.243687
ds17	2.252435	2.707376	0.83	0.405	-3.053923 7.558794
_cons	-9.175709	4.716509	-1.95	0.052	-18.4199 .0684796

Apêndice G – Exemplo de sistema de equações simultâneas com três equações utilizando

IGOV como variável de governança (seção 4.5.1)

con							
igov	-.0401573	.0324461	-1.24	0.216	-.1037505	.0234359	
q	.139466	.1423658	0.98	0.327	-.1395658	.4184979	
logrec	.1006244	.094114	1.07	0.285	-.0838357	.2850845	
tang	.0230201	.0273508	0.84	0.400	-.0305864	.0766267	
fcles	.0005098	.0293843	0.02	0.986	-.0570823	.058102	
ik	.0279109	.0165271	1.69	0.091	-.0044817	.0603035	
ideos	-.2600079	.1162111	-2.24	0.025	-.4877775	-.0322383	
payout	-.0002787	.0007093	-0.39	0.694	-.0016689	.0011114	
ident1	-.0220164	.1313143	-0.17	0.867	-.2793877	.2353549	
ident2	-.0191718	.096122	-0.20	0.842	-.2075676	.1692239	
ident3	-.0375744	.0933084	-0.40	0.687	-.2204554	.1453067	
ident4	(dropped)						
ident5	(dropped)						
ident6	-.1018444	.1147753	-0.89	0.375	-.3267999	.1231111	
ds1	(dropped)						
ds2	.0473864	.2079733	0.23	0.820	-.3602338	.4550066	
ds3	-.1858052	.2150997	-0.86	0.388	-.6073928	.2357824	
ds4	.1741773	.2285834	0.76	0.446	-.2738379	.6221926	
ds5	.0996294	.1959425	0.51	0.611	-.2844109	.4836696	
ds6	.0969451	.2011202	0.48	0.630	-.2972432	.4911334	
ds7	.1264517	.1939705	0.65	0.514	-.2537235	.5066268	
ds8	-.0014804	.2083125	-0.01	0.994	-.4097655	.4068047	
ds9	.1567239	.2132063	0.74	0.462	-.2611527	.5746006	
ds10	.1039418	.1854465	0.56	0.575	-.2595266	.4674103	
ds11	.2180752	.1928968	1.13	0.258	-.1599956	.596146	
ds12	-.2282986	.2015876	-1.13	0.257	-.623403	.1668059	
ds13	.0694887	.1999006	0.35	0.728	-.3223093	.4612866	
ds14	.1260707	.2060032	0.61	0.541	-.2776881	.5298296	
ds15	.0146961	.214684	0.07	0.945	-.4060768	.435469	
ds16	-.0177989	.1916902	-0.09	0.926	-.3935048	.3579071	
ds17	.1334255	.1937773	0.69	0.491	-.246371	.513222	
_cons	.3992836	.5016867	0.80	0.426	-.5840043	1.382572	

Apêndice G – Exemplo de sistema de equações simultâneas com três equações utilizando

IGOV como variável de governança (seção 4.5.1)

q							
	igov	.0091043	.0739002	0.12	0.902	-.1357375	.1539461
	con	.1331925	.5783805	0.23	0.818	-1.000412	1.266798
	alav	.851189	.2399565	3.55	0.000	.3808829	1.321495
	adr	.1175735	.1657288	0.71	0.478	-.2072489	.4423959
	bov	-.0238342	.0944374	-0.25	0.801	-.2089281	.1612598
	logrec	.0252935	.1910607	0.13	0.895	-.3491787	.3997656
	liq	.0657111	.0624487	1.05	0.293	-.0566861	.1881083
	tang	-.0682246	.0428993	-1.59	0.112	-.1523056	.0158564
	ident1	.2784278	.2544491	1.09	0.274	-.2202833	.777139
	ident2	.1929011	.2251412	0.86	0.392	-.2483675	.6341698
	ident3	.0101196	.2304008	0.04	0.965	-.4414577	.461697
	ident4	(dropped)					
	ident5	.0560563	.2471577	0.23	0.821	-.4283639	.5404765
	ident6	(dropped)					
	ds1	(dropped)					
	ds2	-.2888772	.3590401	-0.80	0.421	-.9925828	.4148285
	ds3	-.2321977	.4056318	-0.57	0.567	-1.027221	.5628261
	ds4	-.3010588	.4220888	-0.71	0.476	-1.128338	.5262201
	ds5	-.3441924	.3424287	-1.01	0.315	-1.01534	.3269555
	ds6	-.2438414	.3711762	-0.66	0.511	-.9713335	.4836506
	ds7	-.1796014	.3472376	-0.52	0.605	-.8601746	.5009718
	ds8	-.0457913	.3831796	-0.12	0.905	-.7968097	.705227
	ds9	-.220633	.3836549	-0.58	0.565	-.9725828	.5313168
	ds10	.0162982	.362543	0.04	0.964	-.6942731	.7268695
	ds11	-.237701	.349765	-0.68	0.497	-.9232279	.4478259
	ds12	-.3225079	.411537	-0.78	0.433	-1.129106	.4840898
	ds13	-.1255503	.3727557	-0.34	0.736	-.8561379	.6050374
	ds14	-.3592487	.3551035	-1.01	0.312	-1.055239	.3367414
	ds15	-.37137	.3488608	-1.06	0.287	-1.055125	.3123847
	ds16	-.1140399	.3562461	-0.32	0.749	-.8122693	.5841895
	ds17	-.0555088	.3631798	-0.15	0.879	-.7673281	.6563105
	_cons	.1953611	.8397595	0.23	0.816	-1.450537	1.84126

 Endogenous variables: igov con q
 Exogenous variables: crec adr bov logrec payout tang ident1 ident2 ident3
 ident4 ident5 ident6 ds1 ds2 ds3 ds4 ds5 ds6 ds7 ds8 ds9 ds10 ds11 ds12
 ds13 ds14 ds15 ds16 ds17 fcles ik idios alav liq

Apêndice H – Exemplo de sistema de equações simultâneas com três equações utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.2)

```
. /* Equações Simultâneas por 3SLS com 3 equações com lnBSZ, DIF, Q Tobin */
. reg3 (lnbsz dif q crec adr bov logrec payout tang ident* ds* da*) (dif q logr
> ec tang fcles ik idios payout ident* ds* da*) (q de lnbsz lnbszq out dif alav
> logrec liq tang ident* ds* da*)
```

Three-stage least squares regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	chi2	P
lnbsz	542	33	.4792125	-0.3028	244.64	0.0000
dif	542	32	.1516317	0.3013	241.49	0.0000
q	542	35	.6462053	-0.5000	1515.90	0.0000

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
lnbsz					
dif	-2.267859	.431387	-5.26	0.000	-3.113362 -1.422356
q	-.0962583	.0547003	-1.76	0.078	-.2034688 .0109523
crec	.0275323	.0099046	2.78	0.005	.0081196 .0469449
adr	.2890774	.0655518	4.41	0.000	.1605982 .4175566
bov	.0211832	.0657733	0.32	0.747	-.1077301 .1500965
logrec	-.0288362	.0607808	-0.47	0.635	-.1479644 .0902919
payout	-.0005875	.0013944	-0.42	0.674	-.0033205 .0021455
tang	-.0265455	.0231593	-1.15	0.252	-.0719369 .018846
ident1	.7411204	.2987312	2.48	0.013	.155618 1.326623
ident2	.9190833	.3050705	3.01	0.003	.3211561 1.517011
ident3	1.028125	.312135	3.29	0.001	.416352 1.639899
ident4	(dropped)				
ident5	.9045426	.3072717	2.94	0.003	.3023013 1.506784
ident6	1.205793	.329846	3.66	0.000	.5593068 1.852279
ds1	(dropped)				
ds2	.3662648	.2422546	1.51	0.131	-.1085454 .841075
ds3	.3255238	.2462309	1.32	0.186	-.1570799 .8081274
ds4	.03162	.2579012	0.12	0.902	-.4738571 .5370972
ds5	.4548122	.245971	1.85	0.064	-.027282 .9369065
ds6	.7394803	.2410824	3.07	0.002	.2669674 1.211993
ds7	.5631583	.2412979	2.33	0.020	.0902232 1.036093
ds8	1.146801	.2726254	4.21	0.000	.6124656 1.681137
ds9	.5780018	.2606112	2.22	0.027	.0672133 1.08879
ds10	.6042145	.2349844	2.57	0.010	.1436536 1.064776
ds11	.9833274	.2448548	4.02	0.000	.5034209 1.463234
ds12	.4351378	.2576961	1.69	0.091	-.0699373 .9402128
ds13	.6219	.2397928	2.59	0.010	.1519147 1.091885
ds14	.8896362	.2464915	3.61	0.000	.4065216 1.372751
ds15	.8235489	.2540132	3.24	0.001	.3256922 1.321406
ds16	.6940875	.2369391	2.93	0.003	.2296954 1.15848
ds17	.5190515	.2373671	2.19	0.029	.0538205 .9842825
da1	-.0278641	.0592567	-0.47	0.638	-.1440051 .0882768
da2	(dropped)				
da3	.0048965	.0553409	0.09	0.929	-.1035696 .1133626
da4	-.0574189	.0544255	-1.06	0.291	-.1640908 .049253
da5	-.0461956	.054218	-0.85	0.394	-.1524609 .0600697
_cons	1.025168	.474196	2.16	0.031	.0957608 1.954575

**Apêndice H – Exemplo de sistema de equações simultâneas com três equações utilizando
variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.2)**

dif							
	q	-.0469524	.0184166	-2.55	0.011	-.0830482	-.0108566
	logrec	-.0693445	.0143586	-4.83	0.000	-.0974868	-.0412021
	tang	-.0227438	.0079226	-2.87	0.004	-.0382719	-.0072157
	fcles	.0058269	.006157	0.95	0.344	-.0062406	.0178944
	ik	-.0074175	.0097222	-0.76	0.445	-.0264726	.0116377
	ideos	-.0001597	.0327944	-0.00	0.996	-.0644355	.0641161
	payout	-.0000464	.0004928	-0.09	0.925	-.0010122	.0009195
	ident1	.2507045	.110435	2.27	0.023	.0342559	.4671531
	ident2	.302796	.1106033	2.74	0.006	.0860176	.5195745
	ident3	.3753677	.1098253	3.42	0.001	.160114	.5906215
	ident4	(dropped)					
	ident5	.2725345	.1150416	2.37	0.018	.0470571	.498012
	ident6	.4027498	.1161545	3.47	0.001	.1750911	.6304085
	ds1	(dropped)					
	ds2	.0365514	.0946317	0.39	0.699	-.1489233	.2220261
	ds3	-.0327422	.0962463	-0.34	0.734	-.2213815	.1558972
	ds4	-.2019904	.0955222	-2.11	0.034	-.3892104	-.0147704
	ds5	-.0175884	.0964288	-0.18	0.855	-.2065854	.1714086
	ds6	.013274	.0937475	0.14	0.887	-.1704678	.1970158
	ds7	-.0004294	.0943056	-0.00	0.996	-.1852649	.1844061
	ds8	.2022555	.1018633	1.99	0.047	.0026072	.4019038
	ds9	-.1045421	.1012539	-1.03	0.302	-.302996	.0939119
	ds10	.0470177	.0915368	0.51	0.607	-.1323911	.2264264
	ds11	.1134069	.0941108	1.21	0.228	-.071047	.2978607
	ds12	.0521309	.0982134	0.53	0.596	-.1403639	.2446257
	ds13	-.0169428	.0936758	-0.18	0.856	-.200544	.1666585
	ds14	.1626123	.092237	1.76	0.078	-.0181689	.3433935
	ds15	.1650462	.0956315	1.73	0.084	-.0223881	.3524804
	ds16	-.0038236	.0927878	-0.04	0.967	-.1856843	.1780371
	ds17	.0570858	.0921519	0.62	0.536	-.1235285	.2377001
	da1	-.0001059	.0230838	-0.00	0.996	-.0453494	.0451376
	da2	(dropped)					
	da3	.0102634	.0217186	0.47	0.637	-.0323042	.0528311
	da4	-.0095164	.0215608	-0.44	0.659	-.0517748	.032742
	da5	-.0060103	.0214185	-0.28	0.779	-.0479899	.0359693
	_cons	.3126821	.1613401	1.94	0.053	-.0035387	.6289029

Apêndice H – Exemplo de sistema de equações simultâneas com três equações utilizando

variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.2)

q							
	de	.1639359	.0696851	2.35	0.019	.0273557	.3005161
	lnbsz	-6.388544	2.49157	-2.56	0.010	-11.27193	-1.505156
	lnbszq	1.681573	.662668	2.54	0.011	.3827674	2.980378
	out	.8587386	.2986402	2.88	0.004	.2734145	1.444063
	dif	-2.970614	.6144063	-4.83	0.000	-4.174828	-1.766399
	alav	1.088516	.1056459	10.30	0.000	.8814539	1.295578
	logrec	-.2340597	.0748466	-3.13	0.002	-.3807563	-.0873631
	liq	.1331908	.0328786	4.05	0.000	.06875	.1976316
	tang	-.1028756	.0262554	-3.92	0.000	-.1543352	-.051416
	ident1	.8627609	.3628636	2.38	0.017	.1515614	1.57396
	ident2	.9969714	.3734485	2.67	0.008	.2650257	1.728917
	ident3	1.069183	.3958464	2.70	0.007	.2933383	1.845027
	ident4	(dropped)					
	ident5	.8439224	.3882601	2.17	0.030	.0829466	1.604898
	ident6	.9702992	.3917979	2.48	0.013	.2023895	1.738209
	ds1	(dropped)					
	ds2	.9616674	.435892	2.21	0.027	.1073348	1.816
	ds3	.6029237	.3444888	1.75	0.080	-.0722619	1.278109
	ds4	-.1905307	.3120414	-0.61	0.541	-.8021205	.4210591
	ds5	.4290495	.3744157	1.15	0.252	-.3047918	1.162891
	ds6	1.029975	.4453467	2.31	0.021	.1571117	1.902839
	ds7	.822365	.4314054	1.91	0.057	-.0231742	1.667904
	ds8	1.367622	.4989035	2.74	0.006	.3897888	2.345455
	ds9	.867832	.4520981	1.92	0.055	-.0182639	1.753928
	ds10	1.012712	.3918233	2.58	0.010	.2447521	1.780671
	ds11	1.168465	.4564322	2.56	0.010	.2738748	2.063056
	ds12	1.110119	.5050421	2.20	0.028	.1202551	2.099984
	ds13	.8710401	.4453846	1.96	0.051	-.0018977	1.743978
	ds14	1.265342	.4951526	2.56	0.011	.2948608	2.235824
	ds15	1.24181	.4211657	2.95	0.003	.4163408	2.06728
	ds16	.9041853	.4211062	2.15	0.032	.0788323	1.729538
	ds17	1.1188	.3903121	2.87	0.004	.3538024	1.883798
	da1	5.296145	2.066284	2.56	0.010	1.246302	9.345987
	da2	5.474119	2.054261	2.66	0.008	1.447842	9.500397
	da3	5.491649	2.066294	2.66	0.008	1.441788	9.54151
	da4	5.454247	2.067976	2.64	0.008	1.401087	9.507406
	da5	5.423639	2.065434	2.63	0.009	1.375462	9.471816
	_cons	(dropped)					

 Endogenous variables: lnbsz dif q

Exogenous variables: crec adr bov logrec payout tang ident1 ident2 ident3
 ident4 ident5 ident6 ds1 ds2 ds3 ds4 ds5 ds6 ds7 ds8 ds9 ds10 ds11 ds12
 ds13 ds14 ds15 ds16 ds17 da1 da2 da3 da4 da5 fcles ik idios de lnbszq
 out alav liq

Apêndice I – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações

utilizando IGOV como variável de governança (seção 4.5.3)

```
. /* Equações Simultâneas por 3SLS com 4 equações utilizando IGOV, CON, VF */
. reg3 (igov con vf cresc adr bov logrec payout tang ident* ds*) (con igov vf lo
> grec tang fcles ik idios payout ident* ds*) (alav igov vf con logrec tang ide
> nt* ds*) (vf igov con alav adr bov logrec liq tang ident* ds*)
```

Three-stage least squares regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	chi2	P
igov	130	29	2.338224	0.5574	1325.17	0.0000
con	130	29	.2881375	-0.9312	830.68	0.0000
alav	130	26	.2710238	-0.4430	228.97	0.0000
vf	130	29	.8570816	-4.3309	87.66	0.0000

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
igov					
con	-3.657855	4.955733	-0.74	0.460	-13.37091 6.055202
vf	1.549976	3.798785	0.41	0.683	-5.895506 8.995458
cresc	.0633761	.1114957	0.57	0.570	-.1551516 .2819037
adr	1.302676	1.356538	0.96	0.337	-1.35609 3.961443
bov	.2624383	.7161176	0.37	0.714	-1.141126 1.666003
logrec	2.571901	.5189118	4.96	0.000	1.554852 3.588949
payout	.0030799	.0077896	0.40	0.693	-.0121874 .0183473
tang	.3162166	.4702237	0.67	0.501	-.6054049 1.237838
ident1	-9.776263	4.825528	-2.03	0.043	-19.23412 -.3184012
ident2	-8.405072	4.596424	-1.83	0.067	-17.4139 .603754
ident3	-9.125665	4.360171	-2.09	0.036	-17.67144 -.5798873
ident4	(dropped)				
ident5	-7.207156	4.403614	-1.64	0.102	-15.83808 1.423768
ident6	-8.115004	4.603831	-1.76	0.078	-17.13835 .9083387
ds1	(dropped)				
ds2	1.912028	2.765373	0.69	0.489	-3.508003 7.332059
ds3	1.198973	3.187018	0.38	0.707	-5.047467 7.445413
ds4	3.948838	2.992938	1.32	0.187	-1.917212 9.814888
ds5	.0289056	2.921136	0.01	0.992	-5.696417 5.754228
ds6	3.078912	2.892643	1.06	0.287	-2.590564 8.748389
ds7	1.288854	2.602737	0.50	0.620	-3.812417 6.390124
ds8	1.514456	2.883229	0.53	0.599	-4.136568 7.165481
ds9	1.886972	2.913858	0.65	0.517	-3.824085 7.598029
ds10	2.348213	2.486452	0.94	0.345	-2.525142 7.221568
ds11	2.09292	2.717165	0.77	0.441	-3.232625 7.418466
ds12	.0874645	3.474452	0.03	0.980	-6.722336 6.897265
ds13	2.351896	2.7215	0.86	0.387	-2.982146 7.685938
ds14	2.547619	2.7027	0.94	0.346	-2.749575 7.844814
ds15	1.864252	2.964792	0.63	0.529	-3.946634 7.675138
ds16	1.16266	2.716352	0.43	0.669	-4.161293 6.486613
ds17	2.241906	2.55796	0.88	0.381	-2.771604 7.255416
_cons	(dropped)				

**Apêndice I – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações
utilizando IGOV como variável de governança (seção 4.5.3)**

con	igov	.0415189	.0705469	0.59	0.556	-.0967505	.1797883
	vf	-.5655403	.5096471	-1.11	0.267	-1.56443	.4333496
	logrec	-.0963172	.2052692	-0.47	0.639	-.4986375	.3060031
	tang	-.0618649	.0748081	-0.83	0.408	-.208486	.0847563
	fcles	.0038799	.05021	0.08	0.938	-.09453	.1022898
	ik	.0397192	.0241626	1.64	0.100	-.0076386	.0870769
	idios	-.4321278	.2439125	-1.77	0.076	-.9101876	.045932
	payout	-.0011476	.0011651	-0.98	0.325	-.0034311	.001136
	ident1	1.910739	1.400323	1.36	0.172	-.8338427	4.655321
	ident2	1.77762	1.288304	1.38	0.168	-.7474093	4.302649
	ident3	1.734445	1.279698	1.36	0.175	-.7737171	4.242607
	ident5	1.610281	1.168111	1.38	0.168	-.6791747	3.899737
	ident6	1.606613	1.235693	1.30	0.194	-.8152998	4.028526
	ds2	-.247232	.3999677	-0.62	0.536	-1.031154	.5366903
	ds3	-.5353766	.4226597	-1.27	0.205	-1.363774	.2930213
	ds4	-.3556069	.4949559	-0.72	0.472	-1.325703	.6144888
	ds5	-.0321055	.3559966	-0.09	0.928	-.729846	.6656351
	ds6	-.2883554	.4484177	-0.64	0.520	-1.167238	.5905271
	ds7	-.0122171	.3404563	-0.04	0.971	-.6794993	.6550651
	ds8	-.1064256	.3706134	-0.29	0.774	-.8328146	.6199633
	ds9	-.0890258	.3927906	-0.23	0.821	-.8588812	.6808297
	ds10	-.0677919	.3454953	-0.20	0.844	-.7449502	.6093664
	ds11	.0229681	.3593768	0.06	0.949	-.6813975	.7273337
	ds12	-.5105761	.4120332	-1.24	0.215	-1.318146	.2969941
	ds13	-.2277956	.4016631	-0.57	0.571	-1.015041	.5594497
	ds14	-.2050971	.4086114	-0.50	0.616	-1.005961	.5957665
	ds15	-.3516916	.4344424	-0.81	0.418	-1.203183	.4997999
	ds16	-.1838453	.3501842	-0.52	0.600	-.8701937	.5025032
	ds17	-.065167	.3605128	-0.18	0.857	-.7717591	.6414251
alav	igov	.0257565	.0364361	0.71	0.480	-.0456569	.0971699
	vf	-.27947	.2584128	-1.08	0.279	-.7859498	.2270099
	con	-.6692573	.4042662	-1.66	0.098	-1.461605	.12309
	logrec	-.0075569	.1155233	-0.07	0.948	-.2339785	.2188647
	tang	-.0338406	.0428632	-0.79	0.430	-.1178509	.0501697
	ident1	.9607627	.6337987	1.52	0.130	-.2814599	2.202985
	ident2	.9826246	.5816701	1.69	0.091	-.1574278	2.122677
	ident3	.9736088	.5823553	1.67	0.095	-.1677867	2.115004
	ident5	.8874951	.545032	1.63	0.103	-.180748	1.955738
	ident6	.7499888	.585226	1.28	0.200	-.3970331	1.897011
	ds2	-.0773643	.2998137	-0.26	0.796	-.6649883	.5102597
	ds3	-.4288607	.3327699	-1.29	0.197	-1.081078	.2233563
	ds4	-.2702936	.3366896	-0.80	0.422	-.930193	.3896059
	ds5	-.0906172	.2956821	-0.31	0.759	-.6701435	.4889091
	ds6	-.0058476	.3144145	-0.02	0.985	-.6220887	.6103935
	ds7	-.1127227	.2810087	-0.40	0.688	-.6634895	.4380442
	ds8	-.0451608	.3091064	-0.15	0.884	-.6509982	.5606766
	ds9	-.2038547	.3105328	-0.66	0.512	-.8124879	.4047784
	ds10	-.011372	.2784119	-0.04	0.967	-.5570493	.5343053
	ds11	.0940146	.2924112	0.32	0.748	-.4791007	.66713
	ds12	-.3221132	.356429	-0.90	0.366	-1.020701	.3764748
	ds13	-.2056857	.298102	-0.69	0.490	-.7899549	.3785834
	ds14	-.0204983	.2963357	-0.07	0.945	-.6013056	.560309
	ds15	-.1807648	.3079518	-0.59	0.557	-.7843392	.4228097
	ds16	-.1629741	.289549	-0.56	0.574	-.7304798	.4045316

**Apêndice I – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações
utilizando IGOV como variável de governança (seção 4.5.3)**

vf							
igov	-.1348207	.1481707	-0.91	0.363	-.42523	.1555885	
con	-2.398484	2.37086	-1.01	0.312	-7.045284	2.248316	
alav	-2.31333	1.675471	-1.38	0.167	-5.597192	.9705321	
adr	.3880695	.2456708	1.58	0.114	-.0934365	.8695755	
bov	.1127481	.2805406	0.40	0.688	-.4371013	.6625976	
logrec	.4904636	.4393456	1.12	0.264	-.370638	1.351565	
liq	.0502763	.1392323	0.36	0.718	-.222614	.3231667	
tang	-.0750316	.0932886	-0.80	0.421	-.2578739	.1078108	
ident1	.9431751	1.852674	0.51	0.611	-2.688	4.57435	
ident2	1.246689	1.817012	0.69	0.493	-2.314588	4.807967	
ident3	.9925412	1.772645	0.56	0.576	-2.48178	4.466862	
ident4	(dropped)						
ident5	1.128029	1.714823	0.66	0.511	-2.232962	4.48902	
ident6	.59678	1.567317	0.38	0.703	-2.475105	3.668665	
ds1	(dropped)						
ds2	.0188558	.7920886	0.02	0.981	-1.533609	1.571321	
ds3	-.9936415	1.050269	-0.95	0.344	-3.05213	1.064847	
ds4	-.1417093	.8570101	-0.17	0.869	-1.821418	1.538	
ds5	-.3888924	.7653234	-0.51	0.611	-1.888899	1.111114	
ds6	.3543919	.90127	0.39	0.694	-1.412065	2.120849	
ds7	-.0662917	.7548981	-0.09	0.930	-1.545865	1.413281	
ds8	.1379053	.8355779	0.17	0.869	-1.499797	1.775608	
ds9	-.2276927	.8202898	-0.28	0.781	-1.835431	1.380046	
ds10	.4343395	.8262422	0.53	0.599	-1.185066	2.053745	
ds11	.4894309	.8861442	0.55	0.581	-1.24738	2.226242	
ds12	-1.071947	1.061822	-1.01	0.313	-3.15308	1.009187	
ds13	-.181879	.7796265	-0.23	0.816	-1.709919	1.346161	
ds14	.2656731	.8204736	0.32	0.746	-1.342426	1.873772	
ds15	-.3458433	.7655123	-0.45	0.651	-1.84622	1.154533	
ds16	-.259936	.7881662	-0.33	0.742	-1.804713	1.284841	
ds17	.1496996	.7841328	0.19	0.849	-1.387172	1.686572	
_cons	(dropped)						

Endogenous variables: igov con alav vf

Exogenous variables: crec adr bov logrec payout tang ident1 ident2 ident3
ident4 ident5 ident6 ds1 ds2 ds3 ds4 ds5 ds6 ds7 ds8 ds9 ds10 ds11 ds12
ds13 ds14 ds15 ds16 ds17 fcles ik idios liq

Apêndice J – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações

utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.4)

```
. /* Equações Simultâneas por 3SLS com 4 equações utilizando lnBSZ, CON, VF */
. reg3 (lnbsz con vf crec adr bov logrec payout tang ident* ds* da*) (con vf lo
> grec tang fcles ik idios payout ident* ds* da*) (alav de lnbsz lnbszq out vf
> con logrec tang ident* ds* da*) (vf de lnbsz lnbszq out con alav logrec liq t
> ang ident* ds* da*)
```

Three-stage least squares regression

Equation	Obs	Parms	RMSE	"R-sq"	chi2	P
lnbsz	542	33	1.56172	-12.8369	362.06	0.0000
con	542	33	.1954229	0.1066	8758.89	0.0000
alav	542	33	.34669	-0.8400	77.29	0.0000
vf	542	34	.8173873	-3.5510	113.44	0.0000

	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
lnbsz					
con	-8.576189	.5272142	-16.27	0.000	-9.60951 -7.542868
vf	-.5775562	.3394282	-1.70	0.089	-1.242823 .0877108
crec	.0605625	.0125888	4.81	0.000	.0358888 .0852362
adr	.0787736	.1089606	0.72	0.470	-.1347852 .2923324
bov	.2585632	.0671506	3.85	0.000	.1269504 .3901761
logrec	-.069191	.0837719	-0.83	0.409	-.2333809 .0949989
payout	-.0019749	.002578	-0.77	0.444	-.0070276 .0030778
tang	-.0663817	.0443752	-1.50	0.135	-.1533556 .0205921
ident1	-.165978	.6033374	-0.28	0.783	-1.348497 1.016541
ident2	-.9144452	.6094614	-1.50	0.134	-2.108968 .2800771
ident3	-.9937913	.6084819	-1.63	0.102	-2.186394 .1988112
ident4	(dropped)				
ident5	-1.031057	.6418045	-1.61	0.108	-2.28897 .2268569
ident6	-.5345731	.6481632	-0.82	0.410	-1.80495 .7358034
ds1	(dropped)				
ds2	.4489768	.5162517	0.87	0.384	-.5628579 1.460812
ds3	-1.881933	.5456958	-3.45	0.001	-2.951477 -.8123889
ds4	-.8852262	.5307996	-1.67	0.095	-1.925574 .155122
ds5	1.19112	.5314162	2.24	0.025	.1495638 2.232677
ds6	.4456782	.512762	0.87	0.385	-.5593169 1.450673
ds7	.5678708	.5149982	1.10	0.270	-.4415071 1.577249
ds8	.7882079	.5553268	1.42	0.156	-.3002127 1.876628
ds9	1.414914	.5553825	2.55	0.011	.3263838 2.503443
ds10	.3246154	.4971148	0.65	0.514	-.6497117 1.298943
ds11	1.849629	.5170966	3.58	0.000	.8361386 2.86312
ds12	-1.880002	.5494222	-3.42	0.001	-2.95685 -.8031545
ds13	.2483778	.5153187	0.48	0.630	-.7616283 1.258384
ds14	.7409769	.5069116	1.46	0.144	-.2525516 1.734505
ds15	.0971404	.5226044	0.19	0.853	-.9271454 1.121426
ds16	.4532608	.5060398	0.90	0.370	-.5385589 1.445081
ds17	.4342549	.5022629	0.86	0.387	-.5501624 1.418672
da1	-.2260376	.1496319	-1.51	0.131	-.5193107 .0672355
da3	-.1625797	.1190533	-1.37	0.172	-.39592 .0707606
da4	-.0537079	.1162594	-0.46	0.644	-.2815721 .1741563
da5	-.1070562	.1273774	-0.84	0.401	-.3567113 .1425989
_cons	9.463369	1.097034	8.63	0.000	7.313221 11.61352

Apêndice J – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.4)

con							
vf	-.1840888	.0616941	-2.98	0.003	-.305007	-.0631707	
logrec	-.010357	.0181441	-0.57	0.568	-.0459188	.0252048	
tang	-.0135827	.009826	-1.38	0.167	-.0328413	.0056758	
fcles	-.0040758	.0045038	-0.90	0.365	-.0129031	.0047515	
ik	-.0108701	.0071111	-1.53	0.126	-.0248075	.0030673	
ideos	.0040029	.0231163	0.17	0.863	-.0413042	.04931	
payout	-.0000766	.0005098	-0.15	0.880	-.0010758	.0009225	
ident1	-.0442361	.1360371	-0.33	0.745	-.310864	.2223917	
ident2	-.1337076	.1361593	-0.98	0.326	-.400575	.1331598	
ident3	-.1424368	.1354423	-1.05	0.293	-.4078987	.1230252	
ident4	(dropped)						
ident5	-.1619824	.142006	-1.14	0.254	-.440309	.1163442	
ident6	-.1227683	.1436647	-0.85	0.393	-.4043461	.1588094	
ds1	(dropped)						
ds2	.0180233	.1165044	0.15	0.877	-.2103211	.2463677	
ds3	-.2856745	.1188542	-2.40	0.016	-.5186244	-.0527246	
ds4	-.1740105	.1177276	-1.48	0.139	-.4047524	.0567314	
ds5	.0463675	.1195298	0.39	0.698	-.1879066	.2806416	
ds6	-.048783	.1156769	-0.42	0.673	-.2755055	.1779396	
ds7	-.0099212	.1162244	-0.09	0.932	-.2377168	.2178745	
ds8	.0127095	.1253226	0.10	0.919	-.2329183	.2583373	
ds9	.0567358	.1248143	0.45	0.649	-.1878957	.3013673	
ds10	-.0158317	.1122829	-0.14	0.888	-.2359022	.2042388	
ds11	.1340393	.1156355	1.16	0.246	-.0926022	.3606808	
ds12	-.2745473	.1209554	-2.27	0.023	-.5116154	-.0374791	
ds13	-.0718112	.1159816	-0.62	0.536	-.299131	.1555086	
ds14	.0070903	.1142451	0.06	0.951	-.216826	.2310066	
ds15	-.0489134	.1176331	-0.42	0.678	-.27947	.1816433	
ds16	-.041503	.1142193	-0.36	0.716	-.2653687	.1823627	
ds17	.0224006	.1131407	0.20	0.843	-.1993512	.2441523	
da1	1.035536	.1942129	5.33	0.000	.6548852	1.416186	
da2	1.086659	.1958766	5.55	0.000	.7027481	1.47057	
da3	1.065792	.1938033	5.50	0.000	.6859443	1.445639	
da4	1.08301	.1939769	5.58	0.000	.7028223	1.463198	
da5	1.060032	.194313	5.46	0.000	.6791853	1.440878	
_cons	(dropped)						

**Apêndice J – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações
utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.4)**

alav						
de	-.0860261	.0451199	-1.91	0.057	-.1744594	.0024072
lnbsz	-2.880866	1.458121	-1.98	0.048	-5.73873	-.0230008
lnbszq	.7620964	.3851915	1.98	0.048	.0071351	1.517058
out	.276154	.2041771	1.35	0.176	-.1240257	.6763337
vf	-.0884747	.1217073	-0.73	0.467	-.3270165	.1500671
con	-.9872716	.451922	-2.18	0.029	-1.873022	-.1015208
logrec	-.0662086	.0273382	-2.42	0.015	-.1197906	-.0126267
tang	-.0119934	.0142589	-0.84	0.400	-.0399404	.0159535
ident1	-.1740257	.1888706	-0.92	0.357	-.5442052	.1961538
ident2	-.2097987	.1955344	-1.07	0.283	-.5930391	.1734416
ident3	-.1708867	.1949107	-0.88	0.381	-.5529046	.2111312
ident4	(dropped)					
ident5	-.1956848	.2034004	-0.96	0.336	-.5943422	.2029726
ident6	-.383116	.209778	-1.83	0.068	-.7942734	.0280413
ds1	(dropped)					
ds2	.4391795	.2415447	1.82	0.069	-.0342393	.9125984
ds3	-.1718814	.1861972	-0.92	0.356	-.5368213	.1930585
ds4	-.0234096	.1785182	-0.13	0.896	-.3732988	.3264795
ds5	.4287521	.2263794	1.89	0.058	-.0149433	.8724475
ds6	.4501678	.2377556	1.89	0.058	-.0158246	.9161603
ds7	.3479156	.2427369	1.43	0.152	-.1278401	.8236713
ds8	.4416527	.2443527	1.81	0.071	-.0372698	.9205752
ds9	.3307138	.2965168	1.12	0.265	-.2504484	.9118761
ds10	.3184583	.2101531	1.52	0.130	-.0934341	.7303507
ds11	.5262811	.2673015	1.97	0.049	.0023798	1.050182
ds12	.2695852	.2400851	1.12	0.261	-.2009729	.7401434
ds13	.3498682	.2387797	1.47	0.143	-.1181314	.8178678
ds14	.4457503	.2459256	1.81	0.070	-.0362551	.9277557
ds15	.2578063	.2027512	1.27	0.204	-.1395788	.6551913
ds16	.3103382	.2324425	1.34	0.182	-.1452408	.7659172
ds17	.440956	.2191894	2.01	0.044	.0113527	.8705594
da1	-.0341202	.0477709	-0.71	0.475	-.1277495	.0595091
da2	(dropped)					
da3	-.0060685	.0373394	-0.16	0.871	-.0792524	.0671154
da4	.0434041	.0369786	1.17	0.240	-.0290726	.1158808
da5	.0208289	.0399153	0.52	0.602	-.0574037	.0990614
_cons	3.716281	1.401333	2.65	0.008	.9697188	6.462844

Apêndice J – Exemplo de sistema de equações simultâneas com quatro equações

utilizando variáveis de estrutura do conselho como variável de governança (seção 4.5.4)

vf							
de	-.0107059	.0848552	-0.13	0.900	-.177019	.1556073	
lnbsz	-5.687122	2.472646	-2.30	0.021	-10.53342	-.840826	
lnbszq	1.51067	.65083	2.32	0.020	.2350662	2.786273	
out	.8425441	.3377557	2.49	0.013	.1805551	1.504533	
con	-3.423791	.7669956	-4.46	0.000	-4.927075	-1.920507	
alav	-.5179805	.4108476	-1.26	0.207	-1.323227	.2872659	
logrec	-.0902844	.0617065	-1.46	0.143	-.2112268	.030658	
liq	.0674184	.0299607	2.25	0.024	.0086964	.1261403	
tang	-.0574963	.0275291	-2.09	0.037	-.1114523	-.0035402	
ident1	-.2143215	.3889522	-0.55	0.582	-.9766538	.5480108	
ident2	-.4989718	.3972363	-1.26	0.209	-1.277541	.279597	
ident3	-.5211622	.3917123	-1.33	0.183	-1.288904	.2465798	
ident4	(dropped)						
ident5	-.6097457	.4091243	-1.49	0.136	-1.411615	.1921232	
ident6	-.8301464	.4388256	-1.89	0.059	-1.690229	.0299359	
ds1	(dropped)						
ds2	.7958683	.4663463	1.71	0.088	-.1181538	1.70989	
ds3	-.6390425	.3636769	-1.76	0.079	-1.351836	.073751	
ds4	-.3501093	.35473	-0.99	0.324	-1.045367	.3451486	
ds5	.665808	.4597829	1.45	0.148	-.2353499	1.566966	
ds6	.5762293	.4799642	1.20	0.230	-.3644832	1.516942	
ds7	.6265834	.4615423	1.36	0.175	-.2780229	1.53119	
ds8	.6767091	.4792211	1.41	0.158	-.262547	1.615965	
ds9	.9170487	.5355563	1.71	0.087	-.1326224	1.96672	
ds10	.5476865	.409039	1.34	0.181	-.2540152	1.349388	
ds11	1.09831	.5107625	2.15	0.032	.097234	2.099386	
ds12	-.0983029	.4700673	-0.21	0.834	-1.019618	.823012	
ds13	.4519595	.4667723	0.97	0.333	-.4628974	1.366816	
ds14	.7036787	.4814766	1.46	0.144	-.2399982	1.647356	
ds15	.3455155	.397454	0.87	0.385	-.4334802	1.124511	
ds16	.5034347	.4456241	1.13	0.259	-.3699725	1.376842	
ds17	.7632972	.4275697	1.79	0.074	-.074724	1.601318	
da1	(dropped)						
da2	.2554781	.0790448	3.23	0.001	.1005531	.4104031	
da3	.1940193	.0758068	2.56	0.010	.0454407	.3425979	
da4	.282917	.0785196	3.60	0.000	.1290214	.4368127	
da5	.1421562	.0772398	1.84	0.066	-.009231	.2935434	
_cons	7.966801	2.486254	3.20	0.001	3.093832	12.83977	

 Endogenous variables: lnbsz con alav vf

Exogenous variables: crec adr bov logrec payout tang ident1 ident2 ident3
 ident4 ident5 ident6 ds1 ds2 ds3 ds4 ds5 ds6 ds7 ds8 ds9 ds10 ds11 ds12
 ds13 ds14 ds15 ds16 ds17 da1 da2 da3 da4 da5 fcles ik idios de lnbszq
 out liq
