

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO PROFISSIONAL EM REGULAÇÃO E GESTÃO
DE NEGÓCIOS

GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO E RISCO NO BRASIL

Erick dos Santos Alves

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

BRASÍLIA

Dezembro de 2010

ERICK DOS SANTOS ALVES

GOVERNANÇA CORPORATIVA, DESEMPENHO E RISCO NO BRASIL

Dissertação de mestrado apresentada à
Universidade de Brasília como requisito
para a conclusão do Mestrado Profissional
em Regulação e Gestão de Negócios.

Orientador: Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Área de concentração: Gestão de Negócios

Brasília

Dezembro de 2010

***À minha mãe, Vanda, aos meus irmãos,
Pablo e Igor, e em especial à minha esposa,
Samantha, meus amores e companheiros
desta e de outras tantas jornadas,***

Dedico

Agradecimentos

Ao Tribunal de Contas da União (TCU), pelo incentivo ao constante aprimoramento profissional dos seus servidores e pela oportunidade de realização do curso.

Ao professor Dr. César Tibúrcio, pela orientação prestativa e de extrema valia na elaboração desta dissertação.

Aos professores Dr. Paulo Roberto Lustosa e Dr. Alberto Matsumoto, membros da banca examinadora, pela disponibilidade e pelos comentários valiosos que contribuíram para melhorar a forma final do trabalho.

Aos meus colegas de mestrado da turma de Gestão de Negócios, em especial os companheiros de TCU Agostinho Garrido, Rodrigo Caldas e Fábio Mafra, servidores públicos de alto gabarito, pelo aprendizado conjunto obtido nos trabalhos em grupo, pelos debates sadios e construtivos e, principalmente, pela amizade consolidada ao longo desses anos.

Aos meus irmãos, Pablo e Igor que, mesmo de longe, ainda são meus grandes exemplos de inteligência, personalidade e força de vontade. Irmãos, eu amo vocês!

À minha mãe, Vanda, pela vida, pelos conselhos sábios, pela força permanente em tudo que faço. Mãe, eu te amo!

E, enfim, um agradecimento especial à minha esposa Samantha, pelo apoio incondicional, pela compreensão e, principalmente, pela paciência. Para mim, é um imenso prazer compartilhar esta existência com você. Samantha, eu te amo!

Resumo

ALVES, Erick dos Santos. **Governança corporativa, desempenho e risco no Brasil.** 2010. 138 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2010.

A presente pesquisa tem como objetivo verificar empiricamente se a adoção de boas práticas de governança corporativa apresentou influência significativa sobre o desempenho e o risco da empresa brasileira nos anos de 2007, 2008 e 2009. Para representar a qualidade das práticas de governança corporativa utilizou-se um índice amplo que avalia os mecanismos de divulgação e conteúdo de informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle das companhias da amostra. Além do índice, considerou-se que a listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa e a emissão de ADRs também seriam indicadores de boas práticas de governança corporativa. Utilizando regressões multivariadas do tipo seção transversal, estimadas por MQO, verificou-se que o índice de governança corporativa apresentou relação positiva significativa com o desempenho financeiro das empresas da amostra, principalmente com os indicadores ROA e QTOBIN. Entretanto, a robustez dos resultados não pode ser garantida, uma vez que não foi verificada relação significativa consistente entre o índice de governança e os demais indicadores de desempenho testados, EBITDA e ROE. Os resultados da pesquisa também indicaram fortemente que, em média, a adoção de boas práticas de governança corporativa relaciona-se negativamente com a volatilidade das ações, diminuindo o risco da empresa do ponto de vista de um investidor não diversificado. Em contrapartida, não restou evidenciada a possível relação inversa entre boas práticas de governança corporativa e o beta do CAPM, medida representativa do risco das empresas do ponto de vista de um investidor diversificado. Por fim, a listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa e a emissão de ADRs não apresentaram relações consistentes com as variáveis de desempenho e risco testadas.

Abstract

ALVES, Erick dos Santos. **Corporate governance, performance and risk in Brazil.** 2010. 138 p. Dissertation (Master's Degree) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de Brasília, Brasília, 2010.

This research intends to determine empirically if good corporate governance practices had significant influence on performance and risk of the Brazilian companies in the years 2007, 2008 and 2009. A broad index that evaluates the mechanisms of disclosure, structure of the board of directors and structure of ownership and control was used to proxy the quality of corporate governance. Apart from the index, it was considered that the listing in Level 2 or New Market of the São Paulo Stock Exchange and the emission of ADRs also would be indicators of good corporate governance. Using multivariate regressions with cross-sectional data, estimated by OLS, it was found that the corporate governance index (IGOV) had significant positive relationship with the financial performance of the sample, especially if performance is measured by ROA or QTOBIN. However, the robustness of the results cannot be guaranteed, since there was no consistent significant relationship between the corporate governance index and the others performance indicators tested, EBITDA and ROE. The results also strongly indicated that, on average, good corporate governance practices has negative correlation with the volatility of the stocks, lowering the risk of the company from the point of view of a not diversified investor. In contrast, there was no evidence of a possible inverse relationship between good corporate governance and the risk of companies from the viewpoint of a diversified investor, as measured by CAPM's beta. Finally, the listing in Level 2 or New Market of the São Paulo Stock Exchange and the emission of ADRs did not show consistent relationships with performance and risk variables tested.

Sumário

1.	Introdução	9
1.1	Formulação da situação-problema	10
1.2	Objetivos	11
1.3	Justificativa da pesquisa	11
1.4	Hipóteses da pesquisa.....	13
1.5	Escopo	13
2.	Governança corporativa	15
2.1	Teoria da agência e governança corporativa	16
2.2	Função-objetivo da corporação e governança corporativa	20
2.3	Governança corporativa: conceitos	22
2.4	Códigos de governança corporativa.....	23
2.5	Governança corporativa: princípios	26
2.6	Governança corporativa: mecanismos e práticas	28
2.6.1	Divulgação e conteúdo de informações	29
2.6.2	Conselho de administração.....	31
2.6.3	Estrutura de propriedade e controle	34
2.7	Evidências da relação entre governança corporativa e desempenho financeiro.....	37
2.8	Evidências da relação entre governança corporativa e risco da empresa.....	44
3.	Metodologia da pesquisa	48
3.1	Método utilizado, tratamento estatístico e análise dos dados	48
3.2	Definição teórica e operacional das variáveis.....	53
3.2.1	Qualidade da governança corporativa.....	53
3.2.2	Desempenho	55
3.2.3	Risco	56
3.2.4	Variáveis de controle	57
3.3	População, amostragem e coleta de dados	59
3.4	Limitações da pesquisa.....	60
3.4.1	Causalidade reversa e endogeneidade	61
3.4.2	Variáveis ausentes	62
3.4.3	Seletividade da amostra.....	63
3.4.4	Erros de mensuração das variáveis.....	63

4.	Resultados	66
4.1	Estatísticas descritivas.....	66
4.1.1	Variáveis de governança corporativa.....	66
4.1.2	Variáveis de desempenho e risco	72
4.1.3	Variáveis de controle	74
4.2	Resultados das regressões	75
4.2.1	Resultados de 2007.....	76
4.2.1.1	Matriz de Correlações em 2007	76
4.2.1.2	Governança Corporativa e Desempenho em 2007.....	78
4.2.1.3	Governança Corporativa e Risco em 2007.....	81
4.2.2	Resultados de 2008.....	85
4.2.2.1	Matriz de Correlações em 2008	85
4.2.2.2	Governança Corporativa e Desempenho em 2008.....	87
4.2.2.3	Governança Corporativa e Risco em 2008.....	89
4.2.3	Resultados de 2009.....	92
4.2.3.1	Matriz de Correlações em 2009	92
4.2.3.2	Governança Corporativa e Desempenho em 2009.....	94
4.2.3.3	Governança Corporativa e Risco em 2009.....	97
4.3	Resumo dos resultados das regressões	100
4.4	Governança corporativa como variável endógena	105
5.	Considerações sobre as hipóteses da pesquisa	108
6.	Conclusão.....	110
	Referências bibliográficas	115
	Anexo 1 – Racional e critérios adotados para elaboração do índice de governança corporativa (IGOV).....	121
	Apêndice A – Índice de Governança para as empresas da amostra.....	133
	Apêndice B – Resumo dos resultados dos sistemas de equações para 2009	136

Relação de Tabelas

Tabela 1 - Variáveis de governança corporativa utilizadas na pesquisa.....	48
Tabela 2 - Variáveis de desempenho e risco utilizadas na pesquisa.	48
Tabela 3 - Variáveis de controle utilizadas na pesquisa.	49
Tabela 4 - Perguntas para a construção do índice de governança corporativa - IGOV	54
Tabela 5 - Fontes dos dados coletados.....	60
Tabela 6 - Estatísticas descritivas do índice de governança - IGOV.....	66
Tabela 7 – Classificação das empresas da amostra segundo a qualidade das práticas de governança corporativa.....	68
Tabela 8 - Percentual de empresas com respostas positivas ao IGOV	70
Tabela 9 - Percentual de empresas listadas nos níveis diferenciados da Bovespa ou emissoras de ADR. 72	
Tabela 10 - Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho e risco.....	73
Tabela 11 - Percentual de empresas por controle acionário.....	74
Tabela 12 - Estatísticas descritivas das variáveis: TAM, ALAV e LIQ.....	75
Tabela 13 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança em 2007.....	76
Tabela 14 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e desempenho em 2007	77
Tabela 15 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e risco em 2007	78
Tabela 16 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2007	79
Tabela 17 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2007 sem a inclusão das variáveis de controle	81
Tabela 18 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2007.....	82
Tabela 19 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2007 sem a inclusão das variáveis de controle	85
Tabela 20 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança em 2008.....	85
Tabela 21 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e desempenho em 2008.....	86
Tabela 22 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e risco em 2008	86
Tabela 23 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2008	88
Tabela 24 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2008 sem a inclusão das variáveis de controle	89
Tabela 25 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2008.....	90

Tabela 26 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2008 sem a inclusão das variáveis de controle	92
Tabela 27 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança em 2009.....	92
Tabela 28 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e desempenho em 2009	93
Tabela 29 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e risco em 2009	94
Tabela 30 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2009	95
Tabela 31 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2009 sem a inclusão das variáveis de controle	96
Tabela 32 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2009.....	97
Tabela 33 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2009 sem a inclusão das variáveis de controle	99
Tabela 34 - Resumo dos resultados das regressões entre as variáveis de desempenho e as variáveis de governança corporativa.....	100
Tabela 35 - Resumo dos resultados das regressões entre as variáveis de risco e as variáveis de governança corporativa.....	103
Tabela 36 - Resumo dos resultados dos sistemas de equações para o ano de 2009, cujas variáveis endógenas são ROA e IGOV.....	136
Tabela 37 - Resumo dos resultados dos sistemas de equações para o ano de 2009, cujas variáveis endógenas são QTOBIN e IGOV.....	137
Tabela 38 - Resumo dos resultados dos sistemas de equações para o ano de 2009, cujas variáveis endógenas são VOL e IGOV.	138

Relação de Gráficos

Gráfico 1 - Pontuação média de cada atributo de governança corporativa avaliado pelo IGOV.....	69
Gráfico 2 - Percentual de empresas por setor de atuação	74

Relação de Figuras

Figura 1 - Criação de códigos de boa governança no mundo, de 1978 a meados de 2008	24
--	----

1. Introdução

As fontes de financiamento das empresas se ampliaram consideravelmente com o desenvolvimento e a sofisticação do mercado de capitais. A criação de instrumentos financeiros engenhosos, os incentivos para o aumento do fluxo de investimentos externos e a popularização da bolsa de valores acabaram por despersonalizar a propriedade das empresas, fazendo-a cada vez mais dispersa. Assim, as funções de gestão não são mais exercidas exclusivamente pelos acionistas, proprietários dos direitos sobre o fluxo de caixa da firma. A responsabilidade de administrar os negócios passou a ser delegada a executivos profissionais. Contudo, os interesses dos executivos não necessariamente se alinham aos interesses dos acionistas, de modo que os conflitos e divergências resultantes acabam por comprometer a capacidade da firma de obter novos recursos para seus empreendimentos. Surge, então, a necessidade da criação de mecanismos para nivelar os diversos pontos de vista e evitar a deterioração dos ativos da empresa. Nesse cenário, as boas práticas de governança corporativa possuem o objetivo de harmonizar a relação entre acionistas e administradores, assegurando que as empresas sejam gerenciadas de modo a agregar valor ao negócio e maximizar o retorno do investimento realizado.

De tempos em tempos o mundo corporativo enfrenta crises de confiança que produzem impactos profundos na economia globalizada. Nesses momentos, discussões sobre as fragilidades estruturais dos sistemas econômicos são colocadas em primeiro plano, envolvendo tanto questões normativas e regulatórias quanto aspectos sobre a gestão das companhias. E então, o aprimoramento das práticas de governança corporativa sempre ocupa posição de destaque, uma vez que busca a excelência gerencial, o alinhamento de interesses e a proteção aos investidores. No Brasil, a atenção em relação à governança corporativa se intensificou nas últimas décadas quando fatores como privatizações, maior abertura da economia e crescente atuação de grandes investidores institucionais e internacionais estimulou novos esforços para a promoção de melhores práticas de governança corporativa. Ademais, a crise financeira que abalou os mercados internacionais a partir de 2008 confirma a atualidade do tema e inspira novos estudos que investiguem as questões afetas à qualidade e eficiência dos mecanismos de governança e sua relação com os resultados das organizações.

Os códigos de governança divulgam os mecanismos considerados adequados para promover o alinhamento de interesses. Normalmente, esses mecanismos referem-se ao funcionamento do conselho de administração, à divulgação e conteúdo de informações relevantes e à estrutura de propriedade e controle. Existe grande incentivo para que os participantes do mercado aprimorem suas práticas de governança corporativa por se acreditar que, assim, poderão apresentar melhor desempenho financeiro ou reduzir seu custo de captação mediante a diminuição da percepção do risco da empresa por parte dos investidores. Este estudo analisa empiricamente a relação entre governança corporativa, desempenho financeiro e risco da empresa no mercado brasileiro nos anos de 2007, 2008 e 2009, utilizando um índice amplo para representar a qualidade das práticas de governança, assim como diversas métricas alternativas para representar o desempenho e risco das companhias da amostra.

1.1 Formulação da situação-problema

Partindo da premissa de que o objetivo da firma é a maximização de valor para os proprietários, espera-se que as decisões gerenciais sejam focadas na otimização dos principais componentes que determinam o valor da empresa, ou seja, a esperança do fluxo de caixa disponível e o custo de capital. Nesse contexto, percebe-se que, tanto no meio acadêmico quanto no meio corporativo, é bastante difundida a ideia de que boas práticas de governança contribuem para melhorar o desempenho da firma e diminuir o risco percebido pelos investidores, possibilitando a criação de valor no longo prazo.

Com efeito, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a finalidade das boas práticas é preservar e otimizar o valor da organização (IBGC, 2009). Já para a Comissão de Valores Mobiliários (2002, p. 01), “governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia”. Silveira, Barros e Famá (2004) argumentam que o principal objetivo da governança é reduzir o custo de captação das empresas.

Sob essa perspectiva, o aprimoramento dos mecanismos de governança mitigaria o risco de expropriação dos recursos da companhia, fazendo com que os atos de gestão sejam focados na melhoria da *performance* do negócio e na maximização do retorno dos proprietários. Além disso, a adoção de boas práticas daria maior

transparência à divulgação de dados financeiros ou de outras informações que possam impactar os resultados da firma. Essa transparência ajudaria a reduzir a assimetria informacional entre investidores e empresas, diminuindo as incertezas atreladas ao negócio e, por conseguinte, a percepção em relação ao risco da empresa. Com isso, espera-se aumentar o valor da firma e facilitar seu acesso ao capital, elevando a probabilidade de distribuições mais generosas de dividendos para os acionistas.

Indaga-se, contudo, se essa relação bem aceita pelo senso comum, de que empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam melhor desempenho e menor risco, pode ser verificada empiricamente no Brasil, o que motiva a formulação da seguinte questão de pesquisa: existem evidências de que a adoção de boas práticas de governança corporativa possui relação com o desempenho e o risco das empresas no mercado brasileiro?

1.2 Objetivos

O objetivo geral da pesquisa é verificar empiricamente se a adoção de boas práticas de governança corporativa tem influência significativa sobre o desempenho e o risco das empresas no mercado brasileiro.

Por sua vez, os objetivos específicos são:

- Avaliar o grau de aderência às melhores práticas de governança corporativa por parte das companhias constantes da amostra tendo como base um índice amplo construído a partir das recomendações dos códigos de melhores práticas divulgados ao mercado;
- Verificar se existe relação estatística significativa entre as práticas de governança corporativa, o desempenho e o risco das companhias constantes da amostra, de acordo com as definições operacionais adotadas para as variáveis;
- Verificar, estatisticamente, se a eventual relação existente confirma a assertiva aceita pelo senso comum de que empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa apresentam menor risco e melhor desempenho.

1.3 Justificativa da pesquisa

Devido à importância que o tema governança corporativa ganhou no meio corporativo e acadêmico, Carlsson (2001) conjectura que, enquanto o século XIX foi a era dos empreendedores e o século XX a era do gerenciamento, o século XXI será a

era da governança corporativa. Os organismos internacionais, como as Nações Unidas e a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), consideram as boas práticas de governança corporativa importantes instrumentos para o desenvolvimento econômico, social e ambiental das nações. Nessa perspectiva, uma estrutura de governança forte aumenta a confiança dos investidores e contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais, atraindo cada vez mais recursos para financiar os projetos relevantes para o país.

No Brasil, pode-se destacar os esforços do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na disseminação das melhores práticas de governança, em linha com os padrões internacionais. A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), por sua vez, incentiva a adoção de práticas diferenciadas por meio das regras de listagem do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa. Essas instituições acreditam que a adoção de boas práticas de governança corporativa confere maior credibilidade ao mercado acionário e facilita o acesso das companhias a fontes de financiamento mais atrativas, contribuindo para o crescimento da economia como um todo.

Os mecanismos e princípios de governança corporativa também são relevantes para a administração pública, de modo que alguns estudos têm sido realizados na tentativa de adaptar e transferir o modelo de governança do setor privado para o setor público (e.g. Barret, 2002; Edwards e Clough, 2005). Sob essa perspectiva, os contribuintes fornecem capital ao Estado por meio do recolhimento de tributos e outorgam poderes aos administradores públicos na esperança de que seus recursos retornem na forma de bens e serviços de qualidade, que atendam às necessidades de todos os cidadãos. Dessa forma, uma estrutura de governança forte e eficiente nas entidades governamentais configurar-se-ia em uma primeira instância de controle para garantir a aplicação dos recursos públicos em prol do bem-estar geral.

Apesar do grande movimento em torno da governança corporativa, a eventual relação entre boas práticas e o valor das empresas ainda não é bem compreendida. Intuitivamente, espera-se que o aprimoramento dos mecanismos de governança tenha um efeito positivo sobre os resultados da empresa. Porém, os trabalhos empíricos que buscam encontrar evidências que suportem essa hipótese muitas vezes não são significativos, em alguns casos sendo até mesmo contraditórios, impossibilitando interpretações conclusivas. Nas seções 2.7 e 2.8 são apresentados alguns desses estudos.

Dessa forma, na medida em que a presente pesquisa busca examinar as características do vínculo entre governança corporativa, desempenho e risco no mercado brasileiro, espera-se contribuir com as discussões em torno da matéria e apontar possíveis caminhos para as organizações, públicas e privadas, agregarem valor aos seus negócios e aperfeiçoarem o relacionamento com as partes interessadas nas suas operações.

1.4 Hipóteses da pesquisa

A formulação das hipóteses da pesquisa levou em consideração os critérios apresentados por Martins (2000). Segundo o autor, elas devem ser simples, claras, compreensíveis e testáveis. Nesse sentido, as hipóteses a serem verificadas são:

- **H0 (hipótese nula):** não existe relação significativa entre a qualidade da governança corporativa, o desempenho e o risco das empresas constantes da amostra.
- **H1 (hipótese alternativa 1):** existe relação significativa entre a qualidade da governança corporativa, o desempenho e o risco das empresas constantes da amostra, sendo que a relação observada indica que as empresas com melhores práticas de governança apresentam melhor desempenho e menor risco.
- **H2 (hipótese alternativa 2):** existe relação significativa entre a qualidade da governança corporativa, o desempenho e o risco das empresas constantes da amostra. Contudo, a relação observada indica comportamento inverso ao descrito na hipótese alternativa 1.

1.5 Escopo

Este trabalho aborda a governança corporativa tendo como pano de fundo a teoria da agência. Nessa perspectiva, entende-se que o objetivo da governança corporativa é minimizar os custos dos conflitos de agência, entendidos como as divergências entre acionistas e gestores decorrentes da separação entre propriedade e controle, ou entre acionistas minoritários e majoritários decorrentes da concentração de propriedade, reduzindo a possibilidade de expropriação de recursos da empresa por parte dos gestores ou dos acionistas controladores e garantindo o retorno dos recursos aplicados pelos investidores. Não são realizadas considerações sobre eventuais

estruturas de propriedade não capitalistas, como cooperativas e organizações sem fins lucrativos. Uma discussão sobre governança corporativa nesse tipo de sociedade pode ser encontrada em Hansmann (1996).

Nos testes quantitativos, procura-se representar a qualidade da governança corporativa por meio de um índice amplo que considera quatro atributos considerados importantes pela literatura: acesso às informações, conteúdo das informações públicas, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. Não obstante, o índice utilizado não abrange alguns mecanismos também considerados importantes, como a posse de ações pelos executivos, voto por procuração, *poison pills* e comitês de remuneração. Além disso, a pesquisa não aborda mecanismos externos para a diminuição dos problemas de agência, como a presença de um mercado de aquisição hostil, a existência de um mercado de trabalho de gestores competitivo e o ativismo de gestores institucionais.

Por fim, a amostra do estudo contemplou somente empresas não financeiras que tiveram ações negociadas com liquidez significativa na Bovespa nos anos de 2007, 2008 e 2009. Na seção 3.3 são discutidos os critérios para seleção, assim como a representatividade da amostra.

2. Governança corporativa

As discussões sobre governança corporativa surgiram da necessidade de se equacionar os interesses quase sempre divergentes envolvidos na gestão das corporações. Primeiro, a dispersão do capital de controle faz com que os fornecedores de recursos, verdadeiros donos das empresas, se distanciem da administração do negócio, de modo que a remuneração eficaz do investimento realizado passa a depender das decisões tomadas pelos gestores contratados, possuidores de seus próprios interesses, que não necessariamente se igualam aos dos proprietários. Segundo, a concentração de propriedade observada notadamente nos países com fraca proteção legal, cria blocos de controle com objetivos próprios e amplos poderes sobre a corporação, fazendo com que os acionistas minoritários muitas vezes tenham seus interesses preteridos.

A base na qual se assentam as discussões sobre governança corporativa é a teoria da agência, que trata das questões afetas ao tipo de relação em que um “agente” realiza tarefas em nome de um “principal”, sendo que os interesses de ambas as partes não são necessariamente convergentes, ou seja, exatamente a relação presente no mundo corporativo, em que proprietários e gestores desempenham os papéis de principal e agente, respectivamente. Na seção 2.1 são apresentados os fundamentos da teoria da agência e suas implicações para as discussões sobre governança corporativa.

Sob a perspectiva da teoria da agência, geralmente considera-se que o objetivo final da firma é adicionar valor para os acionistas. Entretanto, existe outra corrente de pensamento que entende que a empresa não deve apenas buscar atender aos interesses dos acionistas, mas também os de todos os demais agentes que possuem interesses legítimos sobre a empresa (*stakeholders*). A seção 2.2 discute essa dualidade, mostrando que o objetivo final da firma de atender aos interesses dos acionistas possui maior aceitação na literatura, embora se considere que esse objetivo possa ser conciliado estrategicamente com os interesses dos demais *stakeholders* que estejam alinhados com a criação de valor para a empresa.

Apresentadas as bases conceituais que fundamentam o tema, as seções seguintes tratam das formas pelas quais a governança corporativa pode solucionar os conflitos de agência. A seção 2.3 apresenta algumas definições de governança corporativa encontradas tanto na literatura quanto em documentos institucionais, procurando demonstrar a amplitude do assunto. A importância e o interesse crescente

dedicado aos instrumentos de divulgação de boas práticas de governança são discutidos na seção 2.4. Em seguida a seção 2.5 trata dos princípios de governança, que são os padrões éticos que direcionam as práticas recomendadas, enquanto que a seção 2.6 discute o papel de alguns dos principais mecanismos de governança na solução dos conflitos de agência. Tais mecanismos são: o processo de divulgação de informações, o funcionamento do conselho de administração e a estrutura de propriedade e controle. Esses atributos são discutidos com maior profundidade pois formam a base do índice de governança utilizado nos testes da pesquisa.

Combatendo os problemas de agência, espera-se reduzir a expropriação de recursos pelos gestores ou controladores, melhorando o desempenho financeiro da firma. A seção 2.7 apresenta os resultados de estudos anteriores que buscaram verificar empiricamente essa relação. Além disso, com a solução dos problemas de agência, espera-se também reduzir a assimetria informacional entre os internos (gestores) e os externos (acionistas e credores), diminuindo a percepção do risco da empresa por parte dos investidores. Os resultados de estudos que analisaram a relação entre governança e risco da empresa são apresentados na seção 2.8. Os estudos apresentados nessas duas últimas seções demonstram que as evidências da influência da governança corporativa sobre o desempenho e risco das empresas não são claras. Alguns problemas contribuem para esses resultados inconclusivos, como a possível endogeneidade dos mecanismos de governança. Entretanto, apesar dos inúmeros trabalhos empíricos sobre o tema, ainda não há uma teoria de governança corporativa consolidada que explique como se dá o relacionamento entre as variáveis e que permita tratar corretamente os problemas econométricos encontrados, de modo que a elaboração dessa teoria é um dos principais desafios enfrentados pelos estudiosos do tema atualmente.

2.1 Teoria da agência e governança corporativa

O estudo da governança corporativa normalmente trata as questões do gerenciamento das companhias levando em conta a sua formatação moderna, descrita originalmente por Berle e Means (1932). Em sua obra, os autores demonstram que a dispersão do capital de controle das companhias foi uma das mais importantes mudanças geradas pela evolução do mundo corporativo na primeira metade do século XX. A crescente captação de recursos por meio da subscrição pública de ações, e a consequente negociação dos títulos nas bolsas de valores, levaram à pulverização e à

despersonalização da propriedade. Com isso, a estrutura tradicional das companhias, em que os donos também desempenhavam o papel de administradores, foi substituída por outra, em que a propriedade se separou da gestão. Os acionistas, proprietários do capital, desligaram-se das responsabilidades de gerência da empresa, e o controle efetivo da companhia passou a ser exercido por administradores profissionais. Estes, em tese, deveriam direcionar seus melhores esforços para gerar resultados e garantir a perenidade da firma. Os acionistas, por sua vez, passaram a esperar que seu investimento retornasse sob a forma de dividendos ou, ainda, pelo aumento do valor de mercado da empresa, valorizando suas ações.

Dessa forma, estabelecem-se dois grupos distintos e bem definidos. O primeiro, formado pelos acionistas/proprietários, que fornecem o capital, mas não dispõem do controle da companhia. E o segundo, formado pelos administradores, que comandam a empresa, mas não dispõem de parcela considerável da propriedade. Uma vez que os dois grupos não possuem interesses necessariamente simétricos, os chamados problemas de agência entram em cena.

A teoria da agência trata do tipo de relação em que uma parte (principal) delega alguma tarefa a outra (agente), que deve executá-la em nome do principal (Einsenhardt, 1989). Ocorre que, se ambas as partes desejam maximizar suas respectivas utilidades pessoais, existem boas razões para acreditar que o agente nem sempre irá agir conforme os interesses do principal (Jensen e Meckling, 1976). Além dos problemas advindos das divergências de interesses entre agente e principal, a teoria da agência também lida com as situações em que as partes possuam preferências distintas em relação ao risco, fazendo com que ambas estejam propensas a adotar diferentes atitudes frente a uma mesma contingência (Einsenhardt, 1989). Generalizando, pode-se considerar que os problemas de agência ocorrem em qualquer situação que envolva esforços cooperativos entre duas ou mais pessoas, mesmo que a relação agente-principal não esteja claramente definida (Jensen e Meckling, 1976). No âmbito das corporações, os problemas de agência ocorrem devido à dificuldade que os investidores enfrentam para assegurar que seus recursos não estão sendo expropriados ou aplicados em projetos pouco atrativos pelos gestores (Shleifer e Vishny, 1997).

Surge, então, a necessidade da criação de mecanismos para alinhar as posições conflitantes. Jensen e Meckling (1976) argumentam que o principal pode limitar as divergências em relação aos seus interesses por meio da criação de

incentivos apropriados para que o agente atue da maneira desejada. Além disso, pode monitorar as atividades do agente, a fim de coibir atitudes oportunistas. Contudo, tais providências geralmente não são realizadas a custo zero. Assim, os autores definem os chamados custos de agência como a soma de:

- Gastos incorridos pelo principal para o monitoramento das atividades do agente, incluindo restrições de orçamento, políticas de remuneração, regras operacionais, etc;
- Gastos expendidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que está agindo no seu melhor interesse;
- Perdas residuais, decorrentes da redução no bem-estar do principal em função de divergências entre as decisões do agente e as decisões que efetivamente maximizariam o bem-estar do principal.

Jensen (1983) afirma que o desenvolvimento da teoria da agência ocorreu em duas vertentes: a positivista e a do agente-principal. A maioria das pesquisas vem sendo realizada sob a ótica positivista, que foca na descrição dos mecanismos capazes de limitar as ações egoístas do agente e, assim, resolver os problemas de agência (Eisenhardt, 1989). Como exemplo de trabalhos pioneiros nesse campo, pode-se citar Jensen e Meckling (1976) que estudaram a estrutura de propriedade da empresa e os efeitos que a posse de uma parte da empresa pelos gestores pode causar no alinhamento de seus interesses aos dos demais proprietários. Fama (1980) estudou o papel da existência de um mercado de trabalho de executivos e de um mercado de capitais eficiente como mecanismos para controlar as ações da alta administração. Fama e Jensen (1983), por sua vez, discutiram o papel do conselho de administração no monitoramento dos gestores. Em contrapartida, a literatura do agente-principal possui como foco a determinação de um contrato ótimo entre as partes, indicando a alternativa mais eficiente em uma determinada situação (Eisenhardt, 1989).

No âmbito corporativo, todavia, os conflitos de agência dificilmente podem ser evitados. A razão é que a teoria das agências está intrinsicamente relacionada à chamada visão contratual da empresa, desenvolvida, dentre outros, por Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972) e Jensen e Meckling (1976). Sob a visão contratual, a firma passou a ser entendida como umnexo de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital, cada um deles motivado por seu interesse particular (Alchian e Demsetz, 1972). As responsabilidades das partes seriam definidas nos termos de contratos específicos, que orientariam a alocação dos recursos

da empresa nas diversas situações. Porém, como são muitas e frequentes as contingências possíveis de ocorrer, e inúmeras as reações possíveis a essas contingências, os contratos completos, na realidade, não existem (Klein, 1983). Em vista da incompletude dos contratos, os gestores ficam livres para a tomada de decisões em resposta a eventos não previstos, uma vez que geralmente dispõem de mais conhecimento do negócio que os acionistas. Esse juízo gerencial (livre-arbítrio dos gestores) cria oportunidades para comportamentos oportunistas por parte dos executivos, favorecendo a ocorrência dos problemas de agência. A isso, acrescenta-se que a natureza do ser humano preponderantemente leva as pessoas a tomarem atitudes que maximizem a sua utilidade pessoal, muito mais voltada para as suas preferências e objetivos particulares do que para o atendimento dos interesses de terceiros, conforme discutiram Jensen e Meckling (1994).

O oportunismo gerencial, seja na expropriação seja na alocação ineficiente dos recursos da companhia, reduz a disposição dos investidores em financiarem a firma *ex ante*. Muitas das questões de governança corporativa tratam dos mecanismos pelos quais se pode reduzir a má alocação de recursos *ex post* de modo a incentivar os investidores a alocarem mais recursos *ex ante* (Shleifer e Visny, 1997). Assim, percebe-se que o alinhamento de interesses entre acionistas e executivos é um desafio complexo, envolvendo questões gerenciais e de comportamento humano, porém de vital importância para a sobrevivência financeira da firma, sendo uma das preocupações prioritárias das modernas corporações.

Todavia, as divergências entre proprietários e gestores não é a única categoria de conflito de agência. Na verdade, de acordo com Carvalho (2002), o que predomina na maioria dos países onde há forte concentração de propriedade, como no Brasil, é o conflito entre acionistas minoritários e majoritários. Nesse tipo de relação, os problemas de agência ocorrem quando os acionistas minoritários percebem que seus interesses estão sendo postos de lado em vista dos objetivos dos acionistas majoritários, que detêm o controle da companhia.

Os mecanismos de governança corporativa ganharam importância nesse contexto, sendo vistos como uma ferramenta para harmonizar os conflitos de agência, tanto na relação entre gestores e acionistas como na relação entre minoritários e majoritários. Não obstante, outras razões, derivadas em parte dos conflitos de agência e potencializadas por contingências externas e internas às empresas, também contribuíram para o crescente interesse sobre o tema e para a evolução dos

mecanismos de governança. Como exemplo, tem-se a constatação de sérios problemas na constituição e na atuação dos conselhos de administração (Seward e Walsh, 1996); a descoberta de fraudes contábeis envolvendo grandes corporações, que culminaram com a edição da Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos em julho de 2002 e os realinhamentos estratégicos, decorrentes de um elevado número de reestruturações societárias mediante privatizações, fusões ou aquisições (Andrade e Rossetti, 2006).

2.2 Função-objetivo da corporação e governança corporativa

Os problemas de agência discutidos na seção anterior embutem a premissa de que a função-objetivo da empresa é maximizar o valor para os acionistas, remunerando da forma mais eficiente possível o investimento realizado pelos proprietários. Contudo, outra corrente de pensamento defende que a empresa deve ser gerida com o objetivo de atender múltiplos interesses, ou seja, satisfazer todos *stakeholders* que também possuem demandas legítimas junto à corporação, e não apenas os proprietários. De fato, essas diferentes abordagens podem ser distinguidas nos dois principais sistemas de governança difundidos no mundo: o sistema anglo-americano, que possui foco nos acionistas e o sistema da Europa Continental/Japão, que considera também os interesses de outros agentes (Merchant e Van der Stede, 2007).

A escolha da função-objetivo da empresa é importante para direcionar o processo de tomada de decisão dos gestores, uma vez que a mensuração e a avaliação dos resultados, assim como os meios escolhidos para atingi-los, dependem de como a estratégia da firma está orientada. Nesse sentido, Silveira (2004, p. 40) coloca que a escolha da função-objetivo deve considerar 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 corporativa, pois será aquela que resultará em maior bem estar social, maior eficiência corporativa e melhor definição dos critérios de avaliação dos administradores da companhia.

A maior parte da literatura financeira defende que a função-objetivo da empresa deve ser voltada para a maximização da riqueza dos acionistas, uma vez que essa abordagem é mais robusta do ponto de vista teórico e empírico, sendo capaz de gerar melhores resultados nas dimensões sociedade, empresa e profissional (e.g. Sternberg, 1999; Jensen, 2001a, Lazonick e O'Sullivan, 2002). Com efeito, a teoria econômica demonstra que a maximização do valor da firma em mercados competitivos é o critério que mais bem atende ao interesse social. Ademais, a definição de um único objetivo, claramente equacionável, pode garantir que as decisões sejam tomadas na mesma direção, minimizando a existência de conflitos e fornecendo critérios lógicos para a tomada de decisão e avaliação de desempenho. Por outro lado, em uma gestão orientada para os *stakeholders*, os administradores teriam que trabalhar com múltiplos objetivos, alguns provavelmente conflitantes entre si. Na tentativa de maximizar diversos objetivos, algumas decisões teriam de ser tomadas com base em critérios subjetivos do gestor, segundo suas próprias preferências, deixando a empresa, por fim, sem objetivo algum (Jensen, 2001a).

Não obstante, uma gestão orientada para os acionistas não exclui a conciliação estratégica de outros interesses legítimos. Jensen (2001a), apesar de defender a função-objetivo direcionada para os proprietários, salienta que as companhias dificilmente maximizarão o seu valor se não levarem em consideração os interesses do conjunto de seus *stakeholders*. Segundo o autor, não se pode criar valor sem boas relações com clientes, empregados, bancos, fornecedores, reguladores e com a comunidade. A satisfação dos interesses dos proprietários continua sendo o objetivo primário da gestão. Porém, deve-se buscar gerir estrategicamente esse objetivo, conciliando-o ao máximo com as demandas dos demais *stakeholders* que forem convergentes com a valorização da empresa. Dessa forma, o pressuposto de criação de valor ainda prevalece como objetivo final da firma, constituindo, assim, a base para os princípios da boa governança corporativa.

2.3 Governança corporativa: conceitos

Não há uma definição consagrada sobre o significado e a abrangência da expressão governança corporativa, talvez em vista da multiplicidade de questões envolvidas e do interesse relativamente recente sobre a matéria. Dessa forma, diversos conceitos podem ser encontrados na literatura, propostos tanto por acadêmicos quanto por instituições interessadas na divulgação das boas práticas de governança.

Este trabalho estuda a governança corporativa no contexto dos conflitos de agência, considerando que as boas práticas ajudam a melhorar o desempenho financeiro e a diminuir o risco da empresa, contribuindo para a criação de valor para os proprietários. Todos os conceitos apresentados nesta seção estão relativamente alinhados com essa premissa.

Nesse sentido, Shleifer e Vishny (1997, p. 737) consideram que a “governança corporativa trata dos meios pelos quais os fornecedores de capital garantem que obterão para si o retorno do seu investimento”. Na mesma linha, para La Porta *et al.* (2000, p. 3) “governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos gestores e acionistas controladores”.

Merchant e Van der Stede (2007) apresentam uma definição mais abrangente, que considera a conciliação dos interesses primários dos proprietários com os de outros agentes:

O termo governança corporativa refere-se ao conjunto de mecanismos e processos que permitem assegurar que as companhias estão sendo dirigidas e gerenciadas de modo a criar valor para seus proprietários ao mesmo tempo em que cumprem suas obrigações para com os demais *stakeholders* (por exemplo, empregados, fornecedores e sociedade em geral) (Merchant e Van der Stede, 2007, p. 577).

De acordo com os autores, o foco da governança corporativa é o controle da alta administração, garantindo que as ações estejam voltadas para a maximização do valor da empresa. Os autores colocam que esse controle geralmente é exercido por forças externas à firma, como órgãos de regulação, conselhos de administração e auditores externos.

Segundo a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), a governança corporativa é um elemento essencial na promoção do crescimento econômico sustentável. Para a entidade, governança corporativa

compreende o conjunto de relações entre os executivos, os conselhos, os acionistas e outros *stakeholders*, oferecendo as bases pelas quais os objetivos da empresa são fixados e definindo os meios para se alcançar esses objetivos e para se acompanhar o desempenho (OECD, 2004).

No âmbito nacional, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC),

Governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade (IBGC, 2009, p. 19).

Por sua vez, para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM),

Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital (CVM, 2002, p. 1).

Por fim, no âmbito normativo brasileiro, o Decreto nº 6.021/2007, aplicável às empresas controladas pelo governo federal, define governança corporativa como um “conjunto de práticas de gestão que visam, em última instância, otimizar o desempenho da empresa com vistas a maximizar os resultados econômico-sociais das empresas estatais federais” (Brasil, 2007).

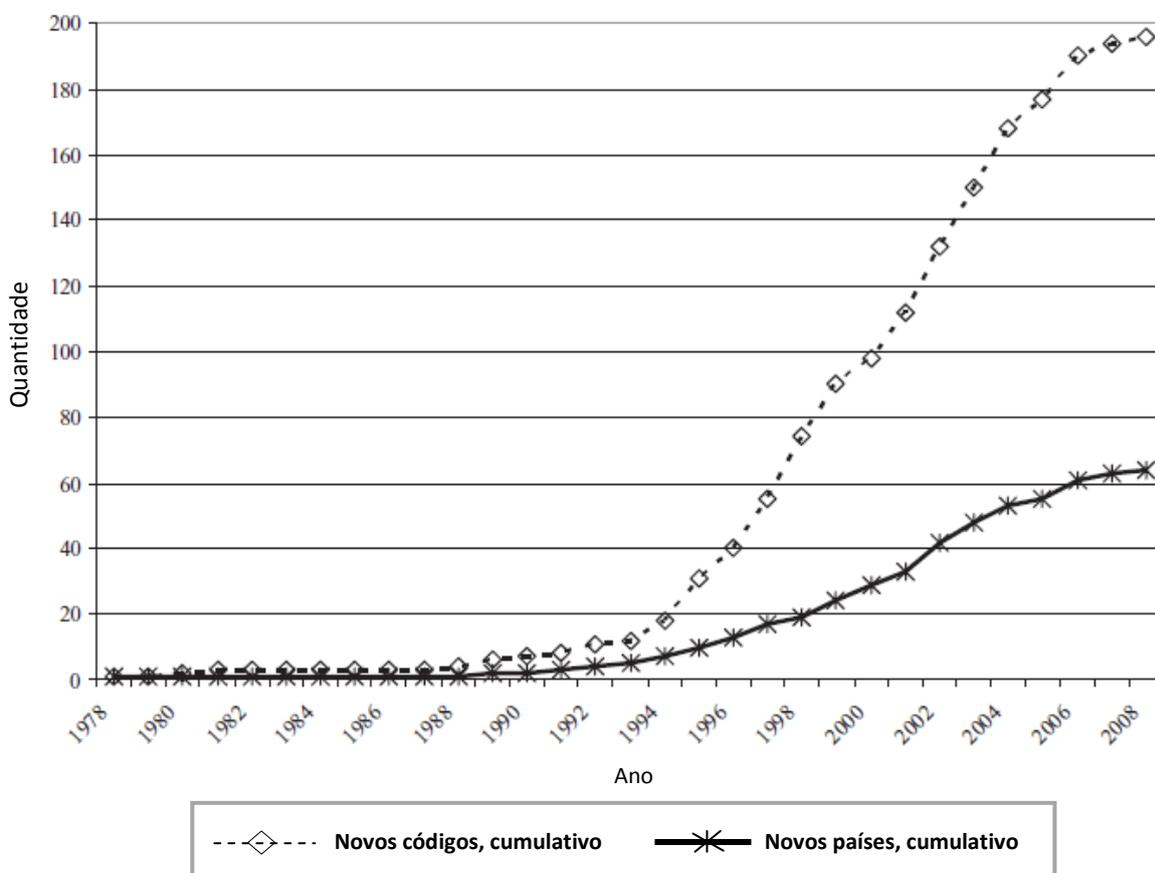
Os conceitos apresentados fornecem uma ideia ou noção geral a respeito da amplitude das questões cobertas pela governança corporativa e da maneira pela qual ela atua para combater os problemas de agência e otimizar o desempenho da companhia. Contudo, é necessário formular recomendações práticas que possam ser efetivamente adotadas no cotidiano das empresas. Em geral, essa tarefa é realizada por meio dos princípios, mecanismos e práticas recomendados nos códigos de governança corporativa ou, ainda, mediante disposições legais.

2.4 Códigos de governança corporativa

Os princípios e os mecanismos da boa governança geralmente estão presentes implícita ou explicitamente nos códigos de governança corporativa editados

em diversos países. Por essa razão, esses documentos são considerados importantes instrumentos para o aprimoramento das práticas de governança, sendo cada vez mais difundidos no mundo. Com efeito, Aguilera e Cuervo-Cazurra (2009) demonstram que, até meados de 2008, 64 países haviam editado 196 códigos de governança distintos. A Figura 1 fornece uma visão geral do crescimento da criação desses documentos nos últimos 30 anos, dando uma dimensão da sua importância no mundo.

Figura 1 - Criação de códigos de boa governança no mundo, de 1978 a meados de 2008.



Fonte: Aguilera e Cuervo-Cazurra (2009, p. 378)

O primeiro código de governança foi criado em 1978 nos Estados Unidos. Porém, somente em 1989, outro país, Hong Kong, publicou suas próprias recomendações de boas práticas de governança (Aguilera e Cuervo-Cazurra, 2009). A partir dos anos 90, contudo, a edição de códigos de boa governança expandiu-se rapidamente, refletindo o crescente interesse sobre o tema. Aguilera e Cuervo-Cazurra (2009) comentam que essa rápida expansão inspirou-se em parte no *Cadbury Code* criado no Reino Unido em 1992. Esse relatório influenciou efetivamente a alta gestão

das corporações no Reino Unido e serviu de base para trabalhos semelhantes em outros países. A partir de então, a criação de novos códigos foi também incentivada por organismos multilaterais como o Banco Mundial e a OCDE, que passaram a disseminar a importância das instituições, e da governança corporativa em particular, para o desenvolvimento das nações.

Ressalte-se que a publicação de códigos de boa governança não é restrita aos países desenvolvidos. Países emergentes de todos os continentes possuem seus respectivos códigos. Ademais, a proposição de boas práticas geralmente é feita por canais institucionais diversos, como sociedades civis, investidores institucionais, bolsas de valores e órgãos reguladores.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) lançou em 1995 o primeiro código das melhores práticas de governança corporativa do país, abordando temas como o relacionamento entre controladores e minoritários, diretrizes para o funcionamento do conselho de administração e transparência das informações ao mercado. Em setembro de 2009, o código chegou a sua quarta versão, refletindo o dinamismo das discussões ligadas à governança corporativa. Além do IBGC, pode-se mencionar a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que também possui uma cartilha com recomendações relativas a boas práticas de governança corporativa, direcionada às empresas de capital aberto, assim como a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que exige a adoção de determinadas práticas de governança para a listagem nos seus Níveis 1 e 2 e Novo Mercado.

Os códigos de governança corporativa, apesar de sua indiscutível relevância para a difusão das melhores práticas, geralmente contêm apenas recomendações, cuja observação pelas companhias não é compulsória no Brasil. Diferentemente, alguns países alçaram as boas práticas de governança ao *status* de lei, obrigando o seu cumprimento pelas empresas sujeitas à respectiva legislação. O exemplo mais notável é a Lei Sarbanes-Oxley, aprovada em julho de 2002, que impôs novas exigências para as companhias com ações negociadas nos Estados Unidos e respectivos auditores. Em resposta aos escândalos que levaram grandes empresas à falência, o objetivo da lei foi realizar uma ampla regulação do mundo corporativo, com base nas melhores práticas de governança. As disposições da lei buscaram promover a transparência, a tempestividade e a qualidade das demonstrações financeiras, assim como a eficácia dos controles internos das empresas. Os impactos da lei foram expressivos, tanto nos Estados Unidos quanto em outros países, consolidando a

importância da governança corporativa para a boa gestão da empresa (Merchant e Vander Stede, 2007).

2.5 Governança corporativa: princípios

Os princípios são a base ética da governança corporativa (Andrade e Rossetti, 2006). Representam valores aceitos universalmente que fundamentam as práticas e os mecanismos difundidos nos códigos de boa governança. Geralmente, cada código de boa governança enuncia seus próprios princípios, os quais norteiam as respectivas recomendações.

Por exemplo, de acordo com o código das melhores práticas de governança corporativa do IBGC os princípios básicos de governança corporativa são (IBGC, 2009, p. 19):

- **Transparência:** caracteriza-se pela divulgação de quaisquer informações que sejam de interesse das partes, mesmo que não seja obrigatório por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.
- **Equidade:** caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais *stakeholders*, sendo inaceitáveis atitudes ou políticas discriminatórias.
- **Prestação de contas:** caracteriza-se pela prestação de contas da atuação dos agentes de governança, entendidos como os sócios, conselheiros, gestores e auditores, os quais devem assumir integralmente as consequências de seus atos e omissões.
- **Responsabilidade corporativa:** caracteriza-se pelo zelo pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Por sua vez, o Código de Governança do Reino Unido (*The UK Corporate Governance Code*), uma versão atualizada do código pioneiro produzido pelo *Cadbury Committee* em 1992, explica os cinco princípios fundamentais sobre os quais se assentam suas recomendações. O referido código claramente atribui aos conselhos de administração a responsabilidade pela governança corporativa das suas companhias.

Dessa forma, os princípios são enunciados como diretrizes para a atuação dos conselhos¹:

- **Liderança:** caracteriza-se por um conselho de administração com atuação responsável, transparente e comprometida com o sucesso de longo-prazo da companhia.
- **Eficiência:** significa atuação eficiente dos membros do conselho, os quais devem ser selecionados dentre os que possuem conhecimento, experiência, suporte de informações e tempo suficientes para desempenhar bem suas funções.
- **Prestação de contas:** caracteriza-se pela apresentação das informações financeiras da companhia de forma equilibrada e compreensível, assim como pelo bom funcionamento do sistema de controles internos e de gestão de riscos.
- **Remuneração:** caracteriza-se por níveis de remuneração suficientes para atrair e manter profissionais de qualidade, com uma parcela significativa dessa remuneração atrelada a indicadores de desempenho corporativos e individuais.
- **Relações com os acionistas:** a relação com os acionistas deve ser baseada em diálogo constante, com vistas à conciliação de objetivos, devendo ser incentivada a utilização da assembleia como forma de comunicação com os investidores.

Os princípios da OCDE, por seu turno, pretendem guiar os governos na avaliação e aprimoramento do ambiente legal, institucional e regulatório para a governança corporativa em seus países, proporcionando orientação e sugestões para bolsas de valores, investidores, corporações e outras entidades que desempenham algum papel no processo de desenvolvimento da boa governança corporativa (OECD, 2004). Os princípios da OCDE são resumidos a seguir:

- **Assegurar as bases para uma estrutura de governança corporativa eficaz:** uma estrutura de governança corporativa eficaz requer a existência de um ambiente legal, regulatório e institucional apropriado, no qual os participantes do mercado possam estabelecer suas relações contratuais com segurança. Deve haver clara divisão de responsabilidades entre as autoridades supervisoras, reguladoras e coercitivas.
- **Direitos dos acionistas:** a estrutura de governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.

¹ Os princípios são traduções livres de *leadership, effectiveness, accountability, remuneration e relations with shareholders*, respectivamente.

- **Tratamento equitativo dos acionistas:** a estrutura de governança corporativa deve assegurar o tratamento equitativo de todos os acionistas, inclusive minoritários e estrangeiros, possibilitando a reparação efetiva de qualquer violação de direitos.
- **Direitos de outros *stakeholders*:** a estrutura de governança corporativa deve reconhecer os direitos de outros *stakeholders* estabelecidos por lei ou por meio de acordos mútuos e incentivar a cooperação ativa desses agentes para a sustentabilidade financeira das empresas.
- **Divulgação e transparência:** a estrutura de governança corporativa deve assegurar a divulgação precisa e tempestiva de informações relevantes em relação à corporação.
- **Responsabilidades do conselho de administração:** a estrutura de governança corporativa deve definir as responsabilidades do conselho, incluindo a orientação estratégica da companhia, a efetiva fiscalização da gestão e a prestação de contas para a companhia e para os acionistas.

Andrade e Rosetti (2006), com base nos códigos de boa governança, sintetizam os princípios da governança corporativa em quatro valores:

- ***Fairness*:** senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas;
- ***Disclosure*:** transparência das informações que impactam os negócios;
- ***Accountability*:** prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria;
- ***Compliance*:** conformidade no cumprimento de normas.

Segundos os autores, esses princípios se caracterizam por serem amplamente aceitos, razão pela qual devem servir como balizadores das ações da alta administração na condução dos negócios da firma, com vistas a assegurar aos fornecedores de capital o retorno do investimento realizado.

2.6 Governança corporativa: mecanismos e práticas

Enquanto os princípios possuem o caráter de diretrizes a serem observadas na estruturação do sistema de governança corporativa, os mecanismos e práticas são recomendações objetivas de ações que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas ou, em um sentido mais amplo, entre todas as partes interessadas no desempenho da firma. Silveira (2005) coloca que os mecanismos de governança corporativa podem ser internos ou externos. Como mecanismos internos, o

autor destaca a atuação do conselho de administração, a remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos. Já como mecanismos externos, ressalta a obrigatoriedade de divulgação de informações periódicas sobre a companhia, a presença de um mercado de aquisição hostil e a existência de mercado de trabalho competitivo. O autor salienta, ainda, que entre as principais práticas constantes da maioria dos códigos de governança estão a necessidade de uma participação ativa e independente do conselho de administração, o fornecimento de informações precisas e transparentes para o mercado e igualdade de direitos entre todos os acionistas.

Com efeito, O'Shea (2005) mostrou que os seguintes tópicos são objeto de recomendação na maioria dos códigos de governança: (i) composição do conselho de administração entre executivos e não-executivos ou entre membros independentes e membros não-independentes; (ii) divisão clara de responsabilidades entre o presidente da empresa e o presidente do conselho de administração; (iii) necessidade de manter o conselho informado com dados oportunos e de qualidade; (iv) processo formal e transparente para indicação de novos diretores; (v) transparência e tempestividade na divulgação de informações financeiras; (vi) manutenção de um sistema de controles internos confiável.

Percebe-se que os mecanismos de divulgação e conteúdo de informações, funcionamento e estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle recebem grande destaque tanto na literatura quanto nos códigos de governança. Com efeito, Silveira (2004) elaborou um índice baseado nesses mecanismos para avaliar a qualidade da governança corporativa das empresas, o qual é utilizado nos testes quantitativos desta pesquisa. Nas seções subsequentes, esses mecanismos são apresentados com maior profundidade, procurando-se ressaltar as características que os fazem importantes na solução dos conflitos de agência.

2.6.1 Divulgação e conteúdo de informações

A facilidade concedida aos acionistas para acessar informações relevantes e de qualidade sobre a companhia é considerado um grande indicador da qualidade da governança corporativa. De fato, com relativa frequência pode-se perceber que algumas empresas associam governança corporativa como sinônimo de transparência na divulgação de informações, embora o tema possua amplitude bem maior.

A importância da divulgação de informações de qualidade reside no fato de que ela permite um controle mais eficaz da companhia pelos investidores, mitigando o risco de expropriação por parte dos executivos. Na medida em que a transparência na disponibilização de informações possibilita um melhor entendimento sobre os projetos de investimento, os resultados das decisões da administração e os riscos que podem afetar o desempenho futuro da companhia, ela reduz a assimetria informacional entre proprietários e gestores, fazendo com que a situação financeira da companhia possa ser avaliada corretamente e utilizada como subsídio para as decisões de investimento dos acionistas. A transparência também auxilia a avaliação do público externo sobre as políticas e atitudes da empresa no que diz respeito ao meio-ambiente e aos padrões éticos, assim como sobre o relacionamento da companhia com a comunidade da qual faz parte (OECD, 2004).

A falta de transparência, por outro lado, normalmente está associada aos escândalos financeiros ocorridos no mundo. Tanto é que a Lei Sarbanes-Oxley dedicou especial atenção ao aprimoramento desse mecanismo de governança. A lei passou a responsabilizar os principais executivos da empresa, normalmente o presidente e o diretor financeiro, pela correção e tempestividade das informações financeiras divulgadas, prevendo sanções em caso de fraudes. Após a edição da lei, os executivos de empresas atuantes no mercado norte-americano devem passar a declarar que revisaram os demonstrativos trimestrais e anuais; que os demonstrativos financeiros foram corretamente apresentados, sem informações falsas ou omissões; que são os responsáveis pelos controles e procedimentos de divulgação dos relatórios financeiros; que avaliaram esses controles e procedimentos e que apresentaram todas as deficiências significativas para os auditores e para o comitê de auditoria (Merchant e Van der Stede, 2007).

O código de governança do IBGC, assim como as orientações da OCDE, recomenda que as comunicações da empresa abordem tanto os aspectos positivos quanto os negativos, de modo a oferecer aos interessados uma correta compreensão da organização. Além disso, estimula a apresentação de relatórios periódicos por meio da internet ou outras tecnologias, divulgando informações sobre todos os aspectos da atividade empresarial que possam influenciar decisões de investimento, inclusive os de ordem socioambiental, operações com parte relacionadas, custos das atividades políticas e filantrópicas, remuneração dos administradores, riscos e atividades do conselho, além das informações econômico-financeiras exigidas por lei.

A Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) também incentiva a adoção de boas práticas de divulgação de informações mediante as regras de listagem nos segmentos que congregam as empresas com governança corporativa diferenciada (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). Segundo as regras da Bovespa², as empresas listadas nesses segmentos devem se comprometer com a melhoria da qualidade dos demonstrativos financeiros, incluindo informações adicionais ao exigido na legislação. Ademais, devem realizar reuniões periódicas com investidores e analistas de mercado, disponibilizar um calendário anual de eventos corporativos, divulgar as negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores, assim como os acordos de acionistas e programas de opções de ações, dentre outras exigências.

2.6.2 Conselho de administração

O conselho de administração tem um papel fundamental na governança corporativa das empresas, sendo o principal mecanismo interno para diminuição dos custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas majoritários e minoritários (Silveira, 2005). Isso ocorre porque, no geral, os acionistas alocam seus recursos em vários investimentos. Por isso, eles raramente possuem algum incentivo para fiscalizar *in loco* as ações dos gestores de uma empresa em particular, delegando essa prerrogativa para o conselho de administração (Merchant e Van der Stede, 2007).

O código de governança do IBGC coloca que a missão do conselho de administração é proteger e valorizar a organização, otimizar o retorno do investimento no longo prazo e buscar o equilíbrio entre os anseios das partes interessadas, de modo que cada uma receba benefício apropriado e proporcional ao vínculo que possui com a organização e ao risco a que está exposta (IBGC, 2009, p. 29).

Bhagat e Black (1999), em um estudo que busca avaliar a eficiência dos conselhos de administração de empresas norte-americanas, relacionam algumas atribuições específicas geralmente desempenhadas pelos conselhos:

- Substituição do diretor executivo;
- Resposta à oferta de aquisição hostil;
- Aquisição de outra empresa;

² Conforme os regulamentos de listagem disponibilizados em www.bmfbovespa.com.br. Consulta em novembro/2010.

- Definição da remuneração dos altos executivos;
- Investigação sobre possíveis fraudes financeiras e de informação para o público;
- Análise sobre possível diversificação excessiva;
- Definição estratégica da pesquisa e desenvolvimento da empresa
- Constituição de comitês do conselho para assuntos específicos.

Assume-se que existe uma separação entre os papéis do conselho de administração e da diretoria executiva. Nessa perspectiva, a diretoria executiva é a responsável pelas chamadas decisões de gestão, como proposições de estratégias e execução das deliberações, enquanto que ao conselho cabem as decisões de controle, como homologação das propostas e monitoramento do desempenho (Fama e Jensen, 1983). Segundo Merchant e Van der Stede (2007, p. 585) o conselho de administração possui duas responsabilidades de controle principais. Primeiro, assegurar que a gestão da empresa esteja gerando valor aos acionistas. E segundo, proteger os interesses dos outros *stakeholders*, assegurando que os gestores da companhia adotem somente ações legalmente e socialmente responsáveis. Para tanto, o conselho deve, entre outras coisas, zelar pela elaboração de relatórios financeiros fidedignos, pela fixação de remunerações razoáveis, pela concorrência justa, pela proteção ao meio-ambiente e pela ausência de interferência indevida nos processos políticos.

Para o desempenho de suas atribuições, espera-se que o conselho de administração seja independente e que inspire confiança nos acionistas. Normalmente, o grau de independência do conselho é avaliado pela quantidade de membros não executivos presentes na sua composição, uma vez que a relação de subordinação entre os executivos e o diretor-presidente poderia comprometer a independência de conselheiros que também ocupem cargos de gestão na empresa. Além de não executivos, considera-se que os conselheiros não devem possuir outro vínculo com a organização para serem considerados independentes. Por exemplo, conselheiros que sejam ex-funcionários, parentes próximos dos executivos, advogados e consultores que prestam serviços à empresa, não são considerados independentes. Entretanto, a relação entre o número de membros independentes e eficiência do conselho não é clara. Por exemplo, conselhos com maioria de membros independentes podem ser melhores para monitorar a gerência, mas podem ser piores nas decisões de orientação estratégica, haja vista que, provavelmente, possuem menor conhecimento sobre a empresa e sua indústria de atuação do que os conselheiros executivos (Silveira, 2005). Algumas pesquisas demonstram que conselhos de administração compostos em sua

maioria por membros de fora da empresa estão associados a menores ocorrências de fraudes contábeis (e.g. Beasley, 1996; Dechow, Sloan e Sweeney, 1996). Também há evidências de que os investidores valorizam esse tipo de composição, visto que os preços das ações geralmente sobem quando membros de fora da empresa tomam posse no conselho de administração (Rosenstein e Wyatt, 1990). Por outro lado, os resultados de alguns estudos encontraram evidências de que empresas com maioria independente no conselho são menos lucrativas ou possuem menor valor de mercado (e.g. Bhagat e Black, 1999; Yermack, 1996; Agrawal e Knoeber, 1996), enquanto outros sugerem que conselhos com uma proporção equilibrada entre executivos e não executivos obtêm resultados melhores (e.g. Wagner, Stimpert e Fubara, 1998; Barnhart e Rosenstein, 1998).

Uma linha de pesquisa mais recente tem demonstrado que a eficiência no monitoramento e no aconselhamento dos gestores por parte de conselheiros independentes depende do ambiente que lhes fornece informações sobre a empresa (e.g. Raheja, 2005; Adams e Ferreira, 2007). Especificamente, quanto maior o custo para manter os membros independentes informados, menor a eficiência do conselho. A premissa é que os conselheiros independentes têm maior dificuldade para acessar informações sobre a empresa ou o custo de obtê-las é muito alto. Nessa perspectiva, Duchin, Matsusaka e Ozbas (2010) encontraram evidências de que o custo da informação é um importante determinante da eficiência dos conselhos de administração. Nesse caso, o efeito pode ser tanto positivo quanto negativo, uma vez os autores mostraram que empresas com custo de informação elevado seriam mais eficientes caso seu conselho tivesse um número menor de membros sem vínculo com a firma, sugerindo que a simples adição de conselheiros independentes pode não ser um bom negócio para todas as empresas.

Grande parte dos códigos de governança corporativa recomenda que a maioria do conselho de administração seja composta por conselheiros independentes, caracterizados por não possuírem nenhum vínculo relevante com a organização que possa comprometer suas decisões (e.g. IBGC, 2009; FRC, 2010; OECD, 2004; ASX, 2007). A cartilha de governança corporativa da CVM chega a recomendar que o conselho tenha o maior número possível de membros independentes da administração da companhia (CVM, 2002, p. 4). Além disso, como forma de garantir a independência do conselho de administração, os códigos de governança geralmente recomendam

explicitamente que os cargos de presidente do conselho e de presidente da empresa sejam ocupados por pessoas distintas.

Outra característica do conselho de administração bastante discutida na literatura é o seu tamanho. Alguns estudiosos acreditam que a efetividade do conselho diminui na medida em que ele ultrapassa certo número de membros. Jensen (1993) argumenta que quanto maior o tamanho do conselho maior a probabilidade de ele ser influenciado pelo executivo presidente. Por outro lado, também há aqueles que defendem que um conselho muito pequeno restringe a diversidade de conhecimentos e experiências, prejudicando a formação de comitês e o assessoramento da gestão (Baysinger e Hoskisson, 1990). Em consequência, a maioria dos códigos de governança tende a recomendar um tamanho intermediário, indicando um número mínimo e máximo de membros que devem compor o colegiado. Por exemplo, o código do IBGC sugere um conselho de no mínimo 5 e no máximo 11 conselheiros (IBGC, 2009). A cartilha da CVM recomenda um conselho entre 5 e 9 membros (CVM, 2002). Já o código do *ASX Corporate Governance Council* da Austrália não especifica um número de membros ideal, mas recomenda que o tamanho do conselho seja grande o suficiente para incorporar uma variedade de experiências e habilidades e para representar os interesses da companhia como um todo, porém não tão grande a ponto de dificultar as tomadas de decisões (ASX, 2007).

Por fim, os códigos de governança geralmente salientam a importância de que os membros do conselho de administração, além da qualificação necessária, também disponham de tempo suficiente para exercer suas funções. Com efeito, alguns estudos sugerem que a eficiência do conselho é prejudicada porque seus membros atuam simultaneamente em diversas empresas, fenômeno conhecido na literatura internacional como *board interlocking* (e.g. Fich e Shivdasani, 2006; Santos e Silveira, 2007).

2.6.3 Estrutura de propriedade e controle

Outro mecanismo considerado importante nos trabalhos sobre governança corporativa é a estrutura de propriedade e controle das companhias. Em geral, discute-se o papel dos grandes investidores na solução dos problemas de agência, particularmente nos países com um sistema legal ineficiente. Admite-se que os pequenos investidores dificilmente conseguem que seus direitos sejam atendidos

quando a proteção legal de que dispõem é fraca. Nesse caso, a presença de grandes investidores poderia garantir aos acionistas, ao invés dos gestores, o controle efetivo da corporação (Shleifer e Vishny, 1997).

Estruturas de controle pulverizadas, caracterizadas por um grande número de acionistas sem direitos significativos de controle, geralmente dificultam o monitoramento das ações da administração, agravando os problemas de agência. Grandes investidores, por sua vez, podem minimizar esse problema, uma vez que possuem interesse na criação de valor e são detentores de poder suficiente sobre a firma para garantir que seus direitos sejam respeitados. Assim, um maior engajamento dos controladores na fiscalização dos gestores contribui para evitar a expropriação de recursos da empresa, beneficiando todos os acionistas, tanto majoritários quanto minoritários. Entretanto, como ressaltado adiante, a concentração de propriedade também pode acarretar custos, caso os acionistas majoritários ajam em detrimento dos interesses dos minoritários.

Os grandes investidores podem ser constituídos, basicamente, tanto por grandes acionistas quanto por grandes credores. Ambos possuem recursos expressivos alocados na empresa, o que lhes confere direitos substanciais de controle e melhores condições para coletar informações, fiscalizar a gerência e fazer com que seus interesses sejam atendidos.

A força da proteção legal aos investidores varia muito ao redor do mundo. Em alguns países, como Estados Unidos, Japão e Alemanha, essa proteção é mais efetiva. Na maioria dos outros países, porém, as leis não garantem satisfatoriamente os direitos dos investidores. Como resultado, nos países com maior proteção aos acionistas, os blocos de controle não são comuns (Shleifer e Vishny, 1997). Em contrapartida, nos demais países, a alta concentração de ações e a presença de um acionista controlador parece ser a regra, corroborando a hipótese de que em ambientes com fraca proteção legal, a concentração de propriedade protege os investidores contra a expropriação pelos executivos (La Porta, *et al.*, 1999a). Fundamentalmente, uma fraca proteção legal aos direitos dos investidores facilita a expropriação de recursos, de modo que o controle da empresa passa a ser de extrema importância, uma vez que os controladores podem auferir os chamados benefícios do controle, agindo conforme seus próprios interesses (La Porta *et al.*, 2000).

Como a concentração de propriedade parece ser um mecanismo importante para garantir o retorno dos investimentos nos países com fraca proteção

legal, La Porta *et al.* (1999a) destacam algumas alternativas normalmente utilizadas pelos investidores para obter o controle corporativo com a mínima alocação de capital:

- Emissão de ações sem direito a voto ou com direito a voto limitado;
- Construção de estruturas piramidais por meio de *holdings*;
- Propriedade cruzada de um grupo de empresas, dificultando que externos adquiram o controle de alguma empresa do grupo sem comprar as demais.

Segundo La Porta *et al.* (1999a) esses mecanismos são importantes para a manutenção do controle nos países com fraca proteção legal, já que uma eventual perda involuntária do controle (por meio de uma aquisição hostil ou conluio de outros acionistas) poderia fazer com que os acionistas controladores se tornassem minoritários e perdessem os benefícios privados de controle.

Embora sejam claras as vantagens da presença de grandes investidores no controle das companhias, os custos da concentração de propriedade também existem, dentre os quais, segundo Shleifer e Vishny (1997), dois se destacam. Primeiro, os grandes investidores, em geral, não são diversificados e, por isso, carregam um risco excessivo. Para minimizar esse risco, eles geralmente tendem a diversificar demasiadamente a empresa ou serem extremamente conservadores nos projetos empreendidos. Não obstante, a existência de empresas com estruturas de propriedade concentrada na maioria dos países sugere que os benefícios de controle compensam os riscos de uma eventual falta de diversificação nos investimentos. Segundo, e talvez mais importante, os grandes investidores representam seus próprios interesses, que não necessariamente se alinham aos interesses dos demais investidores da firma, ou mesmo aos interesses dos empregados e gestores. Assim, de forma geral, os custos potenciais provocados pelos grandes investidores são a expropriação direta sobre outros investidores e demais *stakeholders* e a ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor, sendo que a probabilidade de expropriação aumenta na medida em que os direitos de controle passam a ser significativamente superiores aos direitos de fluxo de caixa. Shleifer e Vishny (1997) tomam as empresas estatais como exemplos em que esses custos podem ser observados. Sob essa ótica, um argumento baseado na governança corporativa poderia explicar os casos nada incomuns de empresas estatais ineficientes. Enquanto, em tese, essas empresas pertencem à sociedade, elas, de fato, são controladas pelos seus administradores (gestores públicos). Dessa forma, esses gestores podem ser vistos como um grande investidor, com direitos substanciais de

controle, mas sem direitos significativos sobre o fluxo de caixa da companhia. Na verdade, os gestores públicos possuem apenas direitos indiretos sobre o fluxo de caixa, uma vez que os lucros das empresas estatais vão para o orçamento público e, assim, são diluídos na sociedade. Além disso, os gestores geralmente possuem objetivos pessoais que, em grande parte, estão muito distantes do desejo do bem-estar público e, por vezes, são guiados por interesses políticos. Portanto, uma vez que nas empresas estatais os gestores públicos possuem direitos de controle consideravelmente superiores aos seus direitos sobre o fluxo de caixa, problema típico de corporações com estrutura de poder concentrada, existe campo para a expropriação de recursos dessas companhias por parte dos administradores, ação que, se efetivada, pode comprometer seus resultados.

No que tange à estrutura de propriedade e controle, os princípios da OCDE sobre governança corporativa recomendam que as empresas não façam uso de mecanismos como estruturas piramidais, propriedade cruzada ou emissão de ações com direitos diferenciados de voto, evitando-se assim que certos acionistas obtenham direitos de controle desproporcionais a sua participação total no capital (OECD, 2004). A OCDE também adverte sobre a influência dos acordos de acionistas na gestão das corporações, uma vez que esses contratos possibilitam que o controle da companhia seja exercido por um grupo de acionistas que, individualmente, não detêm parte significativa do capital. Ademais, os acordos podem conter cláusulas que beneficiem os signatários em detrimento dos demais acionistas da companhia.

O código das melhores práticas de governança corporativa do IBGC, por sua vez, recomenda que o poder político, representado pelo direito de voto, deve estar sempre em equilíbrio com o direito econômico, de modo que cada ação assegure a seu detentor o direito a um voto (regra “uma ação = um voto”), evitando-se exceções a essa regra (IBGC, 2009). Na mesma linha, as regras do Novo Mercado da Bovespa exigem que as empresas emitam apenas ações ordinárias – com direito a voto -, acabando com o papel das ações preferenciais – sem direito a voto e igualando os direitos de controle e de fluxo de caixa.

2.7 Evidências da relação entre governança corporativa e desempenho financeiro

Em geral, os estudos que buscam encontrar evidências sobre a relação entre governança corporativa e desempenho financeiro partem da hipótese de que a

adoção de boas práticas de governança reduz a possibilidade de expropriação dos recursos da firma pelos agentes internos (gestores ou acionistas controladores). Dessa forma, as disponibilidades da empresa seriam aplicadas de forma mais eficiente, melhorando o desempenho financeiro e aumentando a esperança de fluxo de caixa disponível para os investidores. Por isso, a abordagem econométrica empregada na grande maioria dos estudos considera os mecanismos de governança como variáveis exógenas, de modo que a causalidade apresenta um sentido único, da governança corporativa para o desempenho, e as regressões são rodadas por meio de equações isoladas utilizando um ou mais mecanismos de governança.

Entretanto, vários autores levantam a possibilidade de que a governança corporativa seja determinada de forma endógena, a partir de características observáveis da empresa, invertendo a relação de causalidade entre governança corporativa e desempenho (e.g. Hermalin e Weisbach, 2003; Bøhren e Ødegaard, 2004; Silveira, 2004). A modelagem econométrica comumente empregada para capturar uma eventual endogeneidade das variáveis de governança é o uso de sistemas de equações simultâneas, estimados pelo método dos mínimos quadrados de dois ou três estágios. A utilização correta dessa técnica, contudo, depende de um embasamento teórico para a imposição de restrições aos sistemas de equações. No caso dos estudos sobre governança corporativa, as pesquisas empíricas desenvolveram-se mais rapidamente do que os trabalhos teóricos, de modo que ainda não há uma teoria consolidada que possa fundamentar a identificação dos sistemas de equações (Hermalin e Weisbach, 2003; Bøhren e Ødegaard, 2004). Por essa razão, na modelagem da relação governança corporativa e desempenho, não há consenso sobre a superioridade de um sistema de equações sobre um modelo de equações isoladas.

Segundo Bøhren e Ødegaard (2004) e Silveira (2004), há necessidade de maior desenvolvimento da teoria no sentido de explicar quais características um bom sistema de governança corporativa deve apresentar, assim como a maneira pela qual os diversos mecanismos de governança interagem entre si e influenciam o desempenho da empresa. Silveira (2004) pondera que o subdesenvolvimento da teoria sobre governança corporativa tem como consequência que as regressões com equações isoladas entre mecanismos de governança e desempenho apontam apenas relacionamentos de equilíbrio, e não relacionamentos causais. Por sua vez, Bøhren e Ødegaard (2004) 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 isoladas³.

Nos estudos sobre a relação entre governança corporativa e desempenho, diversos mecanismos são utilizados para representar a qualidade da governança. Dentre aqueles testados com maior frequência, destacam-se mecanismos internos como a concentração de propriedade, a estrutura do conselho de administração e a forma de remuneração dos executivos, bem como mecanismos externos, como o mercado de controle corporativo, o nível de endividamento e a presença de investidores institucionais. Quanto aos indicadores de desempenho utilizados como variáveis dependentes, normalmente as pesquisas empregam índices contábeis de desempenho financeiro, como retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e retorno sobre vendas, ou ainda indicadores de valor de mercado como o retorno das ações. Outro indicador bastante empregado, e frequentemente associado aos resultados mais significativos, é o q de Tobin, que relaciona o valor de mercado de uma empresa com o valor de reposição de seus ativos físicos. Nas pesquisas que utilizam o q de Tobin, supõe-se que o indicador reflita o valor agregado de fatores intangíveis, como a governança corporativa (Morck, Shleifer e Vishny, 1988).

As características do conselho de administração tem sido objeto de considerável interesse em trabalhos empíricos. Hermalin e Weisbach (1991) buscaram encontrar relação entre a composição do conselho e o valor da firma, não encontrando resultados estatísticos significativos. Eisenberg, Sundgren e Wells (1998), por outro lado, estudaram a influência do tamanho do conselho na rentabilidade das empresas. Seus resultados chegaram a evidências de uma correlação negativa entre essas duas variáveis. O trabalho de Silveira (2005), por sua vez, caracterizou o conselho de administração com a utilização de três variáveis independentes: número de membros, grau de independência e separação entre os cargos de diretor executivo e presidente do conselho. Essa última variável apresentou os resultados mais significativos, com forte evidência de que, em média, as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e de presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado, corroborando as recomendações dos códigos de governança.

³ Os problemas relacionados à possível endogeneidade da governança corporativa e à identificação dos sistemas de equações são apresentados na seção 3.4.1.

A proteção legal aos investidores e a concentração de propriedade também são objeto de grande interesse em trabalhos que investigam uma possível relação entre boas práticas de governança e *performance* da empresa. La Porta *et al.* (1999b) examinaram as consequências da estrutura de propriedade e dos mecanismos de proteção aos acionistas para o valor da firma em diferentes países. Os autores encontraram evidências de que uma fraca proteção aos acionistas é penalizada com uma pior avaliação e ressaltaram a importância da existência de leis que limitem a capacidade de expropriação dos direitos dos minoritários pelos acionistas controladores como condição para o desenvolvimento do mercado financeiro dos diversos países. Por outro lado, não encontraram resultados significativos sobre os efeitos da estrutura de propriedade na avaliação das empresas.

Leal (2004) salienta que as evidências de que boas práticas de governança contribuem para aumentar o valor da empresa por vezes são contraditórias. Uma das razões seria porque existem dúvidas sobre como mensurar “boas práticas de governança”. Ressalta, contudo, que é crescente o número de estudos que utilizam índices como *proxy* para a qualidade da governança corporativa. Esses índices consideram simultaneamente e adicionalmente a influência de vários mecanismos alternativos para solucionar os problemas de agência, ao invés de considerar apenas características isoladas, como tamanho e composição do conselho.

Nesse sentido, Gompers, Ishii e Metrick (2003) construíram um índice para avaliar os direitos dos acionistas de empresas listadas no mercado norte-americano durante os a década de 1990. O índice baseou-se no banco de dados do *Investor Responsibility Research Center* (IRRC), que relaciona os mecanismos utilizados pelas empresas para se defender contra aquisições hostis. Considerou-se que o índice seria uma aproximação do equilíbrio de poder entre acionistas e gestores. A construção do índice foi objetiva, sendo que para cada empresa foi adicionado um ponto no caso da presença de algum mecanismo que reduzisse os direitos dos acionistas, de modo que as empresas com índices menores garantiriam maiores direitos para os acionistas e vice-versa. Simulando uma estratégia de investimento que adota uma posição comprada em ações de empresas que garantem maiores direitos para os acionistas, e uma posição vendida em ações de empresas com fraca garantia aos direitos dos acionistas, os autores demonstraram que essa estratégia proporcionaria retornos anormais positivos de 8,5% ao ano durante o período da amostra. Além disso, os resultados mostraram que as firmas com melhor garantia aos

direitos dos acionistas apresentaram maior valor de mercado (representado pelo q de Tobin), maiores lucros, maior crescimento nas vendas, menores despesas de capital e realizaram menos aquisições de outras empresas. Os autores salientam, contudo, que seus resultados não representam um teste sobre a eficiência do mercado, pois, uma vez que a teoria não fornece as bases para se realizar projeções seguras, não haveria razões para que os investidores esperassem os resultados obtidos no estudo. Além disso, como a pesquisa não utilizou uma abordagem aleatória, não se puderam tirar conclusões fortes sobre relações de causalidade. Barontini e Siciliano (2003, p. 3) afirmam que os resultados de Gompers, Ishii e Metrick (2003) sugerem que a razão pela qual os retornos das ações são afetados por estruturas de governança ou de propriedade ineficientes podem ser explicadas por aspectos das finanças comportamentais (ou mercados ineficientes). O trabalho de Johnson, Moorman e Sorescu (2009), por seu turno, questiona os resultados de Gompers, Ishii e Metrick (2003), demonstrando que a indústria, ao invés da governança corporativa, pode ter sido a causa das diferenças expressivas nos retornos das carteiras de governança durante o período do estudo.

Klapper e Love (2004) avaliaram a relação entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho das empresas em um grupo de países emergentes. A qualidade da governança foi representada por um índice de governança corporativa criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA). Os resultados demonstraram uma alta correlação positiva entre qualidade da governança corporativa e desempenho operacional (representado pelo ROA) e valor de mercado (representado pelo q de Tobin). Contudo, as autoras evitaram concluir sobre a eventual relação de causalidade da governança sobre o desempenho em vista de possíveis problemas de endogeneidade na relação entre as variáveis.

Silveira (2004) criou um índice amplo de governança corporativa que leva em conta o acesso às informações, o conteúdo das informações, a estrutura do conselho de administração e a estrutura de propriedade e controle, de acordo com as recomendações dos códigos de governança do IBGC e da CVM. Nesse índice, as empresas recebem a pontuação de 0 a 20 pontos, em função da qualidade de suas práticas de governança. A pontuação é concedida a partir de respostas objetivas do tipo “sim” ou “não”, que podem ser obtidas por meio de informações públicas divulgadas sobre as empresas listadas. O índice de governança foi utilizado para representar a qualidade da governança corporativa nos testes contra os indicadores de

desempenho da empresa. Além do índice foram utilizadas como variáveis independentes a estrutura de propriedade, características do conselho de administração, estrutura de capital, listagem nos segmentos diferenciados de governança da Bovespa, emissão de ADRs e outros indicadores corporativos. As variáveis dependentes de desempenho, por sua vez, foram construídas por meio de medidas de valor, relacionadas com o valor de mercado da empresa (q de Tobin e *Firm Value*), e por medidas de rentabilidade, representadas por indicadores contábeis de margem (ROA e EBITDA). A relação entre governança corporativa e desempenho foi investigada por meio de abordagens econométricas distintas, em ordem crescente de complexidade, iniciando com modelos univariados simples (regressões simples entre as variáveis de governança e desempenho), passando por modelos multivariados completos (regressões múltiplas utilizando mínimos quadrados e dados em painel) e sistemas de equações simultâneas (utilizando o procedimento de mínimos quadrados em três estágios). De acordo com o autor, a utilização de múltiplas abordagens econométricas pretende analisar a consistência dos resultados, já que as 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 mecanismos. Os testes com o índice de governança foram aplicados a uma amostra de empresas listadas na Bovespa durante o ano de 2002. O resultado da pesquisa não confirmou a hipótese de que um maior nível de governança corporativa, representado pelo índice de governança, causa um impacto positivo sobre o valor ou a rentabilidade das empresas. Das variáveis de desempenho testadas, o q de Tobin foi a variável que mostrou a relação positiva mais consistente com o índice de governança. Contudo, de forma oposta ao esperado, quando se levou em conta a endogeneidade das variáveis por meio de sistemas de equações simultâneas, observou-se uma relação negativa entre o índice e as demais variáveis de desempenho. Como outros resultados importantes, observou-se que as empresas com menor nível de endividamento, maior tamanho, emissoras de ADRs e com ações mais líquidas apresentaram, em média, melhor desempenho. A adesão aos níveis diferenciados de governança da Bovespa não apresentou, em linhas gerais, relação significativa com as variáveis de desempenho testadas.

Carvalho da Silva e Leal (2005) construíram um índice amplo de governança baseado somente em informações públicas divulgadas pelas empresas

brasileiras de capital aberto. Essa forma de mensuração, segundo os autores, viabiliza a coleta dos dados e reduz a subjetividade que poderia ocorrer em eventuais entrevistas com gestores. O índice é composto por quinze itens, cobrindo quatro categorias de governança corporativa: transparência, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle e direitos dos acionistas. Não há ponderação entre os itens, de modo que todas as categorias possuem o mesmo peso no índice de cada empresa. O índice foi utilizado para representar a qualidade da governança corporativa de uma amostra de empresas brasileiras no período compreendido entre 1998 e 2002. Como variáveis dependentes de desempenho, foram considerados indicadores de rentabilidade (ROA) e de valor (q de Tobin). Ademais, variáveis de controle, como alavancagem financeira, tamanho da empresa e setor econômico, foram incluídas nos modelos. Os testes foram realizados por meio de análises de dados em painel. Como resultados, os autores encontraram que menos de 4% das empresas brasileiras possuíam boa governança corporativa (definida por índices de governança entre 10 e 15), e que as empresas com melhor governança corporativa apresentaram ROA significativamente superior. Também encontraram evidências de uma relação positiva entre q de Tobin e melhores práticas de governança, porém sem significância estatística.

Renders, Gaeremynch e Sercu (2010) avaliaram a relação entre governança corporativa e desempenho no período de 1999 a 2003 utilizando o *Deminor Rating*, calculado todos os anos para as trezentas maiores companhias europeias que integram o índice *FTSEurofirst 300*. O *Deminor Rating* leva em consideração as práticas de governança em relação à estrutura e funcionamento do conselho de administração, mecanismos de defesa contra aquisições hostis, direitos dos acionistas e transparência. Como métricas de desempenho, o estudo utilizou cinco alternativas: q de Tobin, razão entre valor de mercado e vendas, razão entre valor de mercado e valor contábil (*market to book value*), retorno sobre os ativos (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). A modelagem econométrica empregada procurou controlar tanto para a possível endogeneidade da governança corporativa quanto para outro problema que também pode prejudicar a qualidade de estudos do gênero: a seletividade da amostra. Esse problema ocorre porque, em geral, somente empresas grandes de capital aberto são incluídas nas amostras, tornando-as enviesadas. A correção para a seletividade da amostra foi realizada por meio de uma regressão *probit* para determinação da probabilidade de uma empresa pertencer ao

FTSEurofirst 300. Essa regressão antecedeu a estimação do sistema de equações por mínimos quadrados ordinários em dois estágios (MQ2E) que foi utilizado para tratar a endogeneidade. Para identificar o sistema de equações, os autores utilizaram duas variáveis instrumentais. A primeira representou o grau de alinhamento das recomendações dos códigos de governança de cada país com os princípios de governança da OCDE. A segunda foi o *Deminor Rating* defasado em um período. Os autores não apresentaram razões teóricas para a seleção dessas variáveis instrumentais em especial, mas justificaram a escolha por sua correlação com as práticas de governança das companhias. Os resultados mostraram que, controlando para endogeneidade e seletividade da amostra, o *rating* de governança apresentou relação positiva altamente significativa com todas as medidas de desempenho, conforme esperado. Em contrapartida, realizando regressões isoladas por mínimos quadrados ordinários (MQO), portanto sem levar em conta os problemas de endogeneidade e seletividade da amostra, os resultados não foram significativos e, em alguns casos, foram verificadas relações negativas entre o *rating* de governança e as variáveis de desempenho. Os autores concluíram que seus resultados evidenciam que a adoção de melhores práticas de governança aprimora o desempenho corporativo, mas problemas econométricos podem obscurecer essa relação.

2.8 Evidências da relação entre governança corporativa e risco da empresa

As pesquisas que procuram relacionar governança corporativa com o risco da empresa geralmente partem da premissa de que as boas práticas de governança reduzem a assimetria informacional e as consequentes incertezas atreladas aos investimentos. Admite-se, assim, que a adoção de boas práticas de governança corporativa eleva a credibilidade da empresa perante o mercado, contribuindo para a redução da variabilidade dos preços de suas ações. Isso diminui a percepção de risco por parte dos investidores, dando-lhes mais confiança e disposição para pagarem um preço maior pelas ações. O resultado é a diminuição do custo de captação da empresa.

Segundo Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2009), os estudos teóricos e empíricos postulam que boas práticas de governança podem impactar o custo de capital de três maneiras:

- reduzindo a covariância entre os fluxos de caixa projetados e o mercado (risco sistemático, medido pelo beta do CAPM);
- reduzindo a variância dos fluxos de caixa futuros (risco idiossincrático, não relacionado com o mercado);
- reduzindo a expropriação de recursos da firma pelos executivos, o que aumenta o preço atual e reduz o retorno esperado.

Os testes empíricos de Johnson *et al.* (2000) demonstraram que as variáveis de governança corporativa, especialmente o grau de proteção aos acionistas minoritários, foram mais significativas do que as variáveis macroeconômicas para explicar as variações na taxa de câmbio e a queda do mercado acionário em vários países emergentes durante a crise da Ásia de 1997-98. Conforme o modelo desenvolvido pelos autores, nos períodos caracterizados por choques de retorno, empresas com mecanismos mais efetivos de proteção aos acionistas minoritários teriam retornos menos voláteis em comparação com companhias que proporcionam menor proteção. Dessa forma, nos países com fraca governança corporativa, uma pequena crise de confiança que crie expectativas negativas em relação ao desempenho futuro das firmas pode gerar um expressivo aumento na expropriação por parte dos controladores, impactando negativamente a economia.

O estudo de Chen, Wei e Chen (2003) examinou os efeitos da transparência e de outros mecanismos de governança no custo de capital próprio de empresas asiáticas no período de 2000 a 2001. Os atributos de governança corporativa foram representados pelo *rating* elaborado pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA). O indicador avaliou os seguintes atributos de governança: transparência, compromisso dos gestores em gerar valor para os acionistas, direitos dos acionistas minoritários e funcionamento, independência e prestação de contas do conselho de administração. Os resultados mostraram que os mecanismos de governança, no geral, tiveram um efeito negativo significativo sobre o custo de capital próprio das empresas da amostra. Além disso, os autores buscaram avaliar se, sem considerar a transparência, os demais mecanismos de governança teriam efeito significativo sobre o custo de capital próprio. Os resultados mostraram que o impacto dos demais mecanismos de governança foi mais profundo do que os efeitos da transparência por si só sobre o custo de capital. Os autores comentaram que esse resultado demonstra que a importância da transparência para os investidores depende do nível de proteção legal disponível, uma vez que em países onde essa proteção não é tão eficiente, como nos

asiáticos, não se pode garantir a fidedignidade das informações divulgadas pelas companhias, haja vista o grande poder em posse dos controladores e a fraca supervisão legal sobre suas ações. Assim, nos mercados emergentes, o combate aos custos de agência mediante o fortalecimento da governança em um sentido amplo parece ser mais importante para reduzir o custo de capital do que apenas adotar políticas mais incisivas de transparência. Por fim, os autores concluíram que seus resultados evidenciam que as boas práticas de governança corporativa podem aumentar o valor da firma não apenas elevando a expectativa de fluxos de caixa futuros, mas também reduzindo o custo de capital próprio.

Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond (2009) avaliaram por meio de regressões MQO a relação entre governança corporativa e medidas de risco idiossincrático e risco sistemático das empresas, assim como o efeito da governança sobre o custo de capital. Os autores representaram a qualidade da governança pelos seguintes atributos: qualidade das informações financeiras, estrutura de propriedade; direito dos acionistas e estrutura do conselho de administração. Como resultado, a pesquisa encontrou evidências de que as empresas que reportam informações financeiras com melhor qualidade apresentaram menor risco idiossincrático, betas menores e custo de capital mais baixo. Também ficou evidenciado que estruturas de propriedade mais concentradas estavam relacionadas positivamente com os indicadores de risco e com o custo de capital, sugerindo que os custos de agência decorrentes da presença de grandes investidores são realmente um problema para os minoritários. Adicionalmente, os autores encontraram uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e os indicadores de risco e custo de capital. Na sequência, a fim de obter uma indicação da importância econômica da governança corporativa para o custo de capital da firma, os autores construíram um índice com base no conjunto de atributos de governança utilizados no estudo e testaram a relação do índice com o custo de capital. Os resultados novamente indicaram uma relação inversa entre boa governança e custo de capital. Por fim, em vista da possível endogeneidade dos mecanismos de governança corporativa, os autores realizaram testes adicionais para comprovar a robustez dos seus resultados, porém não utilizaram sistemas de equações simultâneas, pois argumentaram que ausência de teoria consolidada para fundamentar a especificação das equações dos sistemas poderia levar a resultados inconclusivos. Com isso, os autores concluíram que seus resultados apresentam evidências de que os atributos de governança

corporativa estudados afetam significativamente o perfil de risco das empresas, no sentido de que uma estrutura de governança forte resulta em um menor risco idiossincrático, menores betas e menor custo de capital.

No Brasil, a listagem no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da Bovespa exige das empresas práticas diferenciadas de governança corporativa. Espera-se que a adesão a esses níveis diminua o risco e melhore o desempenho das companhias. Carvalho (2003) detectou que a migração para os níveis diferenciados de governança tem impacto positivo sobre a valoração das ações, aumenta o volume de negociação, aumenta a liquidez e reduz a sensibilidade do preço das ações a fatores macroeconômicos. Na mesma linha, Srour (2005), utilizando uma amostra de companhias brasileiras de capital aberto que emitiram ADRs ou aderiram ao Novo Mercado no período entre 1997 e 2001, demonstrou que em choques negativos, como a crise asiática e a crise de 11 de setembro, empresas com melhores políticas de dividendos ou com menor discrepância entre o poder de voto e propriedade do maior acionista experimentaram uma queda relativamente menor nos seus retornos. Enquanto isso, perante um choque positivo, como o da desvalorização do Real, essas mesmas boas características proporcionaram um menor retorno relativo para as firmas. Enfim, o autor encontrou evidência robusta de que as boas práticas de governança corporativa diminuem a volatilidade do retorno em épocas de choque.

Entretanto, os trabalhos de Macedo, Mello e Tavares Filho (2006) não encontraram evidências significativas de que a adesão às regras de governança da Bovespa altere significativamente o risco associado às ações das respectivas empresas. Salmasi e Martelanc (2009) chegaram a encontrar que empresas com melhores práticas de governança corporativa, definidas como as que aderiram aos níveis diferenciados de governança da Bovespa, apresentaram custo de capital próprio maior, representado pelo coeficiente de risco sistemático (beta), no período de 2005 a 2006. Dentre as prováveis causas para o resultado encontrado, os autores ressaltaram que as empresas que adotaram níveis diferenciados de governança corporativa teriam apresentado uma valorização das ações acima do mercado, de modo que a variação medida pelo beta não corresponderia ao risco associado da empresa, mas sim a um comportamento de maior valorização da ação em relação ao desempenho da carteira de mercado.

3. Metodologia da pesquisa

3.1 Método utilizado, tratamento estatístico e análise dos dados

A presente pesquisa é quantitativa, com abordagem epistemológica empírico-analítica, uma vez que utiliza procedimentos estatísticos para produzir inferências sobre a população objeto a partir dos dados da amostra (Martins, 2000). Para atingir o objetivo do estudo, são aplicadas regressões multivariadas do tipo seção transversal entre as variáveis de governança corporativa e as variáveis dependentes de desempenho e risco, de modo a encontrar possíveis relações estatísticas significativas no período de estudo. Além disso, faz-se uso de sistemas de equações simultâneas para testar a possível interdependência entre a governança corporativa e o desempenho/risco da empresa.

As variáveis de governança utilizadas no estudo são apresentadas na Tabela 1, enquanto que as variáveis dependentes relacionadas ao desempenho e ao risco das companhias estão na Tabela 2.

Tabela 1 - Variáveis de governança corporativa utilizadas na pesquisa.

Descrição	Código
Índice de Governança Corporativa	IGOV
Listagem no Novo Mercado ou no Nível 2 de Governança da Bovespa	NM
Adesão aos programas de ADRs Nível 2 ou Nível 3	ADR

Tabela 2 - Variáveis de desempenho e risco utilizadas na pesquisa.

Descrição	Código
Relação entre o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e o ativo total (Ebitda / Ativo)	EBITDA
Relação entre o lucro operacional e o ativo total (Lucro Operac. / Ativo)	ROA
Relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido (Lucro Líq. / Patrimônio Líquido)	ROE
Relação entre o valor de mercado e o valor de reposição dos ativos físicos da companhia (q de Tobin)	QTOBIN
Beta do CAPM	BETA
Volatilidade dos retornos	VOL

A fim de aprimorar a qualidade estatística dos modelos, além das variáveis de governança corporativa e das variáveis dependentes de desempenho e risco, são utilizadas variáveis de controle que podem influenciar de alguma forma as variáveis de interesse. Essas variáveis são apresentadas na Tabela 3.

As definições operacionais de todas variáveis incluídas nos modelos são apresentadas na seção 3.2.

Tabela 3 - Variáveis de controle utilizadas na pesquisa.

Descrição	Código
Setor de atuação	SET
Tamanho da empresa (ativo total)	TAM
Alavancagem financeira (dívida total / ativo total)	ALAV
Liquidez de negociação	LIQ
Natureza do acionista controlador (estatal ou privado)	EST

Os modelos gerais empregados na pesquisa são:

[1]

[2]

onde:

D_i – variáveis de desempenho da i -ésima empresa: EBITDA, ROA, ROE ou QTOBIN, conforme definições na seção 3.2.2;

R_i – variáveis de risco da i -ésima empresa: BETA ou VOL, conforme definições na seção 3.2.3;

$IGOV_i$ – índice de governança corporativa da i -ésima empresa, conforme definição na seção 3.2.1;

NM_i – listagem da i -ésima empresa no Novo Mercado ou no Nível 2 de Governança da Bovespa, conforme definição na seção 3.2.1;

ADR_i – adesão da i -ésima empresa aos programas de ADRs Nível 2 ou Nível 3, conforme definição na seção 3.2.1;

VC_i – variáveis de controle da i -ésima empresa: SET, TAM, ALAV, LIQ e EST, conforme definições na seção 3.2.4;

ϵ_i – termos de erro aleatório.

Segundo as definições operacionais das variáveis de governança apresentadas na seção 3.2.1, considera-se neste estudo que as empresas com melhores práticas de governança corporativa são as que apresentaram um índice de governança maior, estavam listadas nos níveis diferenciados de governança da Bovespa e eram emissoras de ADRs no período de estudo.

Dessa forma, espera-se que os coeficientes β_1 , β_2 e β_3 sejam positivos e significativos estatisticamente, uma vez que parte-se da hipótese de que as empresas com melhores práticas de governança apresentaram melhor desempenho no período analisado. Portanto, espera-se que maiores índices de governança, listagem no Nível 2 ou Novo Mercado e emissão de ADRs estejam relacionados com maiores indicadores de desempenho. Por outro lado, para se confirmar a hipótese de que as práticas de governança corporativa contribuem para reduzir o risco das empresas, espera-se que os coeficientes β_4 sejam negativos e significativos estatisticamente, revelando uma relação inversa entre boas práticas de governança e risco. Caso os valores dos coeficientes acima sejam significativos estatisticamente, mas com sinais diferentes dos esperados, confirma-se a relevância da governança corporativa para o desempenho e o risco das companhias, porém indica-se que sua influência pode ocorrer de forma divergente da divulgada pelos códigos de governança e aceita pelo senso comum.

A estimação dos coeficientes é realizada pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), de modo que, para garantir a confiabilidade dos estimadores obtidos, os modelos analisados devem satisfazer as premissas subjacentes ao modelo de regressão linear (MRL). Segundo Pindick e Rubinfeld (1998, p. 86), essas premissas são:

1 – o relacionamento entre a variável dependente e as variáveis independentes é linear e dado pela equação:

2 – as variáveis X 's são não estocásticas e não existe relação linear exata entre duas ou mais variáveis independentes;

3 – o termo de erro possui valor esperado igual a zero para todas as observações:
 $E(e_i)=0$;

- 4 – o termo de erro possui variância constante para todas as observações (homocedasticidade): $\text{var}(e_i) = \sigma^2$.
- 5 – os erros das diferentes observações são independentes e, portanto, não correlacionados;
- 6 – o termo de erro possui distribuição Normal.

A premissa 1 refere-se à linearidade nos parâmetros ($\beta_1, \beta_2 \dots \beta_k$), que é ponto de partida para o desenvolvimento da estimação via MQO. Por isso, considera-se neste estudo que as variáveis dependentes são funções lineares dos parâmetros estimados (e).

A premissa 2 requer que as variáveis independentes sejam não aleatórias. A maneira ideal para atender essa premissa seria a realização de um experimento controlado, em que o pesquisador fixa o valor da variável independente e observa o valor assumido pela variável dependente. No presente estudo, os valores das variáveis dependentes e independentes foram obtidos ao mesmo tempo, a partir de fontes secundárias, sendo que ambas são aleatórias. Nesse caso, contudo, segundo Hill, Griffiths e Judge (2003), pode-se assumir que as variáveis independentes são não aleatórias se os resultados obtidos forem condicionados à amostra disponível. Além disso, de acordo com os autores, mesmo que as variáveis independentes sejam aleatórias, as propriedades dos estimadores de MQO ainda valem. Dessa forma, assume-se que as análises de regressão deste estudo são condicionais aos valores dos regressores (X 's) disponíveis na amostra. A premissa 2 ainda requer a inexistência de relação linear exata entre as variáveis independentes, o que foi verificado pela análise da matriz de correlação entre pares dessas variáveis. Foi considerada como indicador de multicolinearidade a presença de coeficientes de correlação maiores que 0,8 em valor absoluto (Hill, Griffiths e Judge, 2003).

A premissa 3 não é violada em regressões que incluem um coeficiente de intercepto (Brooks, 2002), uma vez que, caso o termo de erro não tenha média zero, a equação resultante terá um intercepto diferente, mas manterá o resultado dos demais coeficientes, não restringindo a qualidade estatística do modelo.

A verificação do atendimento à premissa 4 foi feita por meio do teste de White, omitindo os termos de produto cruzado (Gujarati, 2000), sob a hipótese nula de que os resíduos são homocedásticos. Nos casos de rejeição da hipótese nula, optou-se por corrigir as estimativas dos erros-padrão de MQO convencionais utilizando o estimador robusto de White.

A premissa 5, que trata da autocorrelação dos termos de erro, não demandou análise específica, uma vez que a amostra não envolve séries temporais.

Por fim, a adequação à premissa 6 foi verificada por meio do teste de Jarque-Bera, sob a hipótese nula de que os resíduos possuem distribuição normal. Nos modelos em que o teste de Jarque-Bera rejeitou a hipótese de normalidade dos resíduos, assumiu-se que os procedimentos de construção de intervalos de confiança e testes de hipótese são aproximadamente válidos em amostras suficientemente grandes, mesmo se os termos de erro não forem normalmente distribuídos, conforme demonstra Wooldridge (2002). Hill, Griffiths e Judge (2003) argumentam que, numa regressão multivariada em que o número de observações da amostra menos o número de variáveis independentes (graus de liberdade) for maior que 50, os testes de hipótese são válidos mesmo que os resíduos não sejam normais. Wooldridge (2002) afirma que muitos econométricos consideram 30 graus de liberdade um número razoável. Nesta pesquisa, considera-se que a amostra possui tamanho suficiente para a realização dos testes de hipótese, uma vez que em todos os modelos os graus de liberdade foram maiores que 50. Entretanto, não há consenso sobre o tamanho de amostra ideal, de modo que a interpretação dos resultados nos casos em que o teste de Jarque-Bera rejeita a normalidade dos resíduos deve ser feita com essa ressalva.

A seleção dos melhores modelos levou em consideração o nível de significância estatística dos coeficientes estimados (probabilidade associada à estatística t) e o nível de significância estatística conjunta dos coeficientes estimados (probabilidade associada à estatística F). O grau de ajuste dos dados da amostra aos modelos testados foi avaliado por meio do R-quadrado ajustado. Uma vez que certamente existem outros fatores que influenciam o desempenho e o risco da empresa que não foram incluídos nos modelos, como maturidade, oportunidades de crescimento, gastos com P&D, marketing e fatores macroeconômicos, em algumas regressões o R-quadrado apresentou valores que podem ser considerados baixos. Contudo, vale ter em mente que o objetivo da análise de regressão é estimar os coeficientes da população, de modo que, se os coeficientes encontrados por meio da amostra forem significativos, individual e conjuntamente, então eles são boas aproximações dos parâmetros da população, de modo que um R-quadrado baixo não é por si só motivo suficiente para rejeitar o modelo (Wooldridge, 2002).

Por fim, a eventual existência de observações extremas (*outliers*) que pudessem estar comprometendo a qualidade estatística dos modelos também foi analisada. Nos casos em que foram identificadas observações muito discrepantes,

optou-se por retirá-las da amostra. Observou-se que as principais conclusões mantiveram-se inalteradas com a retirada das observações extremas e, em sua grande maioria, os modelos melhoraram a qualidade estatística.

3.2 Definição teórica e operacional das variáveis

3.2.1 Qualidade da governança corporativa

Para alimentar o modelo com dados que representem de forma ampla as práticas de governança corporativa, utiliza-se como variável independente o índice de governança – IGOV criado por Silveira (2004), que avalia quatro dimensões consideradas importantes pela literatura para a qualidade da governança corporativa: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. A escolha desse índice em particular foi motivada pelas seguintes razões:

- O indicador foi concebido para ser aplicado a empresas brasileiras, tendo como referência os manuais de melhores práticas de governança corporativa, em especial os códigos do IBGC e da CVM;
- A mensuração do índice é objetiva, com respostas do tipo “sim” ou “não”, que pode ser feita somente a partir de informações públicas divulgadas nos sites das empresas, nos relatórios anuais da administração ou no site da CVM;
- O autor apresenta o racional para inclusão das questões no índice, relacionando cada pergunta às respectivas recomendações dos códigos de governança e da literatura.

O IGOV é calculado a partir de 20 questões binárias e objetivas. Cada resposta positiva significa a constatação de uma boa prática de governança corporativa e adiciona um ponto ao índice da empresa; por outro lado, respostas negativas não recebem pontuação. O IGOV resulta da soma dos pontos atribuídos a cada questão, sem ponderação entre as dimensões de governança corporativa que compõem o índice, podendo, então, assumir valores entre 0 e 20 para cada companhia. As perguntas para a construção do IGOV são apresentadas na Tabela 4.

Tabela 4 - Perguntas para a construção do índice de governança corporativa - IGOV

Dimensão de Governança Corporativa	#	Perguntas para construção do Índice de Governança Corporativa (IGOV)
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?
	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 bilíngue 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 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, ROE, 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?
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	O percentual de conselheiros externos integrantes do Conselho de Administração é superior à mediana da amostra?
	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 percentual de ações ordinárias em posse do(s) controlador(es) é menor que a mediana da amostra?
	19	Não há diferença entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa do(s) controlador(es)?
	20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?

Fonte: Silveira (2004)

No Anexo 1 encontram-se detalhadas as justificativas para inclusão das questões que compõem o índice de governança corporativa, de acordo com Silveira (2004), assim como os critérios adotados para pontuação neste trabalho.

Além do IGOV, foram construídas outras duas variáveis associadas às práticas de governança corporativa:

- listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa, representada por uma variável binária em que:
NM = 1, se a empresa é listada no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa;
NM = 0, caso a empresa não seja listada no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa.
- adesão aos programas de ADRs Nível 2 ou Nível 3, representada por uma variável binária em que:
ADR = 1, se a empresa é emissora de ADR Nível 2 ou Nível 3;
ADR = 0, caso a empresa não seja emissora de ADR Nível 2 ou Nível 3.

As empresas que pertencem a essas categorias são obrigadas contratualmente a adequar suas práticas de governança a padrões mais exigentes. Assim, pode-se isolar um possível efeito dessas variáveis na qualidade das práticas de governança medida pelo IGOV. Além disso, a inclusão dessas variáveis no modelo busca capturar uma eventual influência da adesão a esses programas no desempenho ou no risco da empresa.

3.2.2 Desempenho

Como métrica de desempenho o estudo emprega índices de rentabilidade construídos a partir de informações contábeis das empresas publicadas no final de cada período. São utilizados três indicadores:

- **EBITDA:** relação entre o lucro antes dos juros, impostos, depreciação (Ebitda) e o ativo total, calculada por:

- **ROA:** relação entre o lucro operacional e o ativo total, calculado por:

-
- **ROE:** relação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, calculada por:
-

Além dos indicadores contábeis de desempenho, o q de Tobin também é utilizado para representar a *performance* da empresa. Segundo Famá e Barros (2000, p. 27), o q de Tobin é uma variável de indiscutível utilidade em diferentes aplicações nas pesquisas na área de economia e finanças. Com efeito, diversos estudos empíricos sobre governança corporativa utilizam o q de Tobin como *proxy* para a *performance* da empresa (e.g. Bøhren e Ødegaard, 2004; Gompers, Ishii e Metrick, 2003; Agrawal e Knoeber, 1996), sendo o indicador de desempenho geralmente associado aos resultados mais significativos. Neste trabalho, o q de Tobin é definido como:

- **QTOBIN:** relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos, calculada pela aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994, p. 71) com dados do final de cada período:
-

onde:

VM: valor de mercado das ações negociadas em bolsa;

DIVT: dívida total bruta menos o ativo circulante;

AT: ativo total da companhia.

3.2.3 Risco

Como *proxy* para o risco utiliza-se o beta do CAPM, obtido a partir do sistema de informações financeiras Economática®. Do ponto de vista do investidor, o beta representa o risco da firma que não pode ser eliminado pela diversificação, sendo uma medida da sensibilidade da empresa às oscilações do mercado (Roos, Westerfield e Jaffe, 2008). Foram aplicadas diferentes janelas de cálculo para testar a persistência dos resultados. Optou-se por empregar o IBRX como *proxy* para a carteira de mercado,

uma vez que a composição do índice é ponderada pelo valor de mercado das empresas, não levando em conta somente a liquidez das ações, sendo assim mais próximo da definição de carteira de mercado da teoria do CAPM. Dessa forma, foram criadas as seguintes variáveis com os respectivos parâmetros de consulta ao Economática®:

- **BETA12** (Parâmetros: data = último dia do período analisado; data inicial = 12 meses anteriores; cotações semanais);
- **BETA24** (Parâmetros: data = último dia do período analisado; data inicial = 24 meses anteriores; cotações semanais);
- **BETA48** (Parâmetros: data = último dia do período analisado; data inicial = 48 meses anteriores; cotações semanais);
- **BETA60** (Parâmetros: data = último dia do período analisado; data inicial = 60 meses anteriores; cotações semanais).

Ainda se utiliza como variável de risco a volatilidade dos retornos das ações, também obtida do sistema Economática®. A volatilidade é calculada a partir do desvio padrão dos retornos logarítmicos diários das empresas, no período de um ano. Sendo uma medida da dispersão dos retornos da ação, representa uma *proxy* adequada para o risco da empresa do ponto de vista de um investidor não diversificado (Roos, Westerfield e Jaffe, 2008). Foi criada a seguinte variável, com os respectivos parâmetros de consulta ao Economática®:

- **VOL** (Parâmetros: data = último dia do período analisado; base anual; período = 1 ano; cotações diárias).

3.2.4 Variáveis de controle

Além das variáveis de governança corporativa e das variáveis dependentes de desempenho e risco, algumas variáveis de controle foram incluídas nos modelos. Elas foram selecionadas com base em pesquisas anteriores em vista da potencial influência que poderiam exercer sobre as variáveis de interesse. Essas variáveis são:

- **Setor de atuação:** foram criadas variáveis binárias para identificar os diferentes setores, as quais atribuem valor 1 às empresas integrantes de um setor específico e 0 caso contrário. Optou-se por considerar a classificação ampla efetuada pela Bovespa

para as empresas listadas, que leva em consideração a contribuição dos produtos e serviços para a constituição das receitas, e divide as empresas nos seguintes setores:

- Bens Industriais (**IND**);
- Construção e Transporte (**CONST**);
- Consumo Cíclico (**CONSCICL**);
- Consumo Não Cíclico (**CONSNICL**);
- Materiais Básicos (**MATBAS**);
- Petróleo, Gás e Biocombustíveis (**PETR**);
- Tecnologia da Informação (**TEC**);
- Telecomunicações (**TELE**);
- Utilidade Pública (Variável de referência).

- **Tamanho da empresa:** o tamanho da empresa (**TAM**) é definido como o valor do ativo total, em reais nominais, ao final do período de análise. Devido à grande assimetria da amostra, a variável TAM foi incluída nos modelos na forma de logaritmo natural.

- **Alavancagem Financeira:** a alavancagem financeira (**ALAV**) é definida como a dívida total sobre o ativo total da empresa, em reais nominais, ao final do período de análise.

- **Liquidez de negociação:** definida como a liquidez de negociação (**LIQ**) calculada pelo sistema de informações Económica®, que leva em consideração o número de dias de negociação, o volume em dinheiro negociado e o número de negócios realizado, de acordo com a seguinte fórmula:

$$LIQ = \frac{v}{p \cdot N}$$

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.

Devido à grande assimetria da amostra, a variável LIQ foi incluída nos modelos na forma de logaritmo natural.

- **Natureza do acionista controlador:** a natureza do acionista controlador foi obtida a partir das informações do Sistema de Divulgação Externa (Divext) da CVM, definida como uma variável binária (**EST**) que separa as empresas em dois grupos: estatais e privadas. Dessa forma, a variável **EST** assume valor 1 caso a empresa seja controlada por ente público e 0 caso contrário.

3.3 População, amostragem e coleta de dados

A amostra da pesquisa compreende informações de empresas não financeiras listadas na Bovespa, nos anos de 2007, 2008 e 2009, inclusive *holdings*, selecionadas em função da liquidez de negociação de suas ações. As empresas financeiras, entre as quais as seguradoras, não foram incluídas na amostra uma vez que os indicadores de desempenho desse setor são, em geral, distintos dos aplicados aos demais setores da economia.

A liquidez necessária para a empresa pertencer à amostra corresponde a 0,01% do índice da empresa com maior liquidez no respectivo ano. A utilização desse critério se justifica pelo fato de que os papéis de empresas com baixa liquidez na bolsa de valores podem não ter suas cotações adequadas aos respectivos valores de mercado, comprometendo a mensuração das variáveis do estudo. O índice de liquidez considerado é o calculado pelo sistema de informações Económica® de acordo com fórmula apresentada na seção 3.2.4.

Após a retirada das empresas financeiras e a aplicação do critério de liquidez, restaram 236 empresas para o ano de 2007, 223 empresas para o ano de 2008 e 225 empresas para o ano de 2009, as quais compõem a amostra da pesquisa. A amostra pode ser considerada representativa, pois é composta por 58%, 57% e 58% do total de empresas listadas na Bovespa em 2007, 2008 e 2009, respectivamente. Além disso, representa 70%, 72% e 72% do valor de mercado da bolsa nos respectivos exercícios. O tamanho da amostra não é necessariamente o mesmo em todos os modelos rodados, haja vista que algumas empresas não apresentaram dados suficientes para a construção de todas as variáveis do estudo, sem prejuízo para a representatividade da amostra.

A coleta dos dados da pesquisa foi realizada durante os meses de agosto e setembro de 2010, exclusivamente a partir de fontes secundárias, especialmente o sistema de informações financeiras Economática®, o Sistema de Divulgação Externa (Divext) da CVM, o site da Bovespa e os sites das empresas da amostra. A Tabela 5 resume a forma como foi realizada a coleta dos dados.

Tabela 5 - Fontes dos dados coletados

Fonte	Dados coletados
Economática®	Informações contábeis Beta do CAPM Volatilidade dos retornos Índice de liquidez
Divext CVM	Respostas às perguntas 11 a 19 do IGOV Natureza do acionista controlador
Site da Bovespa	Setor de atuação Listagem no Novo Mercado ou no Nível 2 de GC Resposta à pergunta 20 do IGOV
Site da Nyse	Emissão de ADRs Nível 2 ou 3
Sites das empresas	Respostas às perguntas 1 a 10 do IGOV

3.4 Limitações da pesquisa

O tema governança corporativa é objeto de interesse relativamente recente do mundo acadêmico, de modo que ainda carece de uma base teórica sólida que permita ao pesquisador construir com segurança os modelos a serem empregados nos trabalhos empíricos. Questões como quais variáveis devem integrar os modelos, qual a forma funcional que melhor explica o processo de interação entre essas variáveis ou mesmo como medir a qualidade da governança corporativa permanecem sem resposta definitiva, gerando uma série de problemas econométricos que podem inviabilizar a interpretação dos resultados. Börsch-Supan e Köke (2000) relacionam quatro problemas que frequentemente aparecem em trabalhos do gênero: causalidade reversa, variáveis ausentes, seletividade da amostra e erros de mensuração das

variáveis. Esses problemas constituem limitações à presente pesquisa e serão explicados separadamente nos tópicos a seguir.

3.4.1 Causalidade reversa e endogeneidade

A hipótese testada neste estudo refere-se à provável influência que as práticas de governança corporativa exercem sobre o desempenho e o risco das empresas. Os modelos construídos possuem as variáveis de governança como variáveis independentes e as variáveis de desempenho ou risco como variáveis dependentes. Portanto, assume-se que a relação de causalidade ocorra em um único sentido, das variáveis de governança para as variáveis de desempenho ou risco, e não o contrário. Essa relação, contudo, apesar de defensável, pode não ser a correta. Diversos estudos anteriores (e.g. Hermalin e Weisbach, 2003; Bøhren e Ødegaard, 2004; Silveira, 2004) chamam a atenção para a possibilidade de que a governança corporativa seja determinada de forma endógena, a partir de características observáveis da própria empresa, invertendo a relação de causalidade entre governança corporativa e desempenho. Se os mecanismos de governança são determinados de forma endógena, então existe um fator ou série de fatores que afetam tanto a qualidade da governança quanto as medidas de *performance*, fazendo com que os modelos que ignoram esse fato apresentem problemas por conta da omissão de uma variável correlacionada. Esse erro de especificação faz com que os parâmetros estimados sejam viesados e inconsistentes, prejudicando a análise dos resultados (Ashbaugh-Skaife, Collins e Lafond, 2009).

Na seção 4.4, o presente estudo procura enfrentar o problema por meio da abordagem de equações simultâneas, que possui potencial para melhor especificar uma provável endogeneidade dos mecanismos de governança corporativa (Bøhren e Ødegaard, 2004; Leal, 2004; Silveira, 2004). Importante observar, contudo, que um sistema de equações é muito sensível à escolha das variáveis instrumentais, no caso, variáveis que sejam altamente correlacionadas com as variáveis de governança e não correlacionadas com o termo de erro da equação estrutural, utilizadas para identificar as equações do sistema. Diversos autores salientam que essas variáveis são geralmente muito difíceis de encontrar (e.g. Ittner e Larcker, 2001; Chenhall e Moers, 2007). E essa dificuldade particularmente aparece em trabalhos sobre governança corporativa, um campo em que não existe uma teoria consolidada. Com efeito, Larcker e Rusticus (2008) chegam a demonstrar que uma escolha mal sucedida de variáveis

instrumentais pode conduzir a estimativas extremamente enviesadas e a inferências estatísticas falsas, sendo o modelo assim construído inferior ao estimado por MQO. Nesses casos, os autores salientam que o estimador de MQ2E não deve ser usado para substituir os resultados de MQO ou mesmo para reforçá-los, ainda que as duas estimativas apresentem sinais e magnitudes similares. Assim, uma vez que a teoria de governança corporativa ainda não fornece subsídio para a correta escolha dos instrumentos que devem integrar o sistema de equações, alguns autores, como Bøhren e Ødegaard e (2004), consideram que há dúvidas quanto à capacidade de esse método explicar melhor a relação governança-desempenho do que um modelo de equações simples.

3.4.2 Variáveis ausentes

Esse problema aparece quando variáveis importantes não são incluídas nos modelos. Gujarati (2000) mostra que a omissão de uma variável relevante faz com que os parâmetros estimados sejam enviesados. Além disso, os procedimentos usuais de intervalo de confiança e teste de hipótese podem levar a conclusões enganosas. Segundo Börsch-Supan e Köke (2000), a omissão de variáveis ocorre por duas razões: indisponibilidade de dados e desconhecimento da forma funcional correta.

Em relação à indisponibilidade de dados, tem-se o exemplo de dois importantes mecanismos de governança que não possuem informações públicas disponíveis no Brasil: percentual de ações em posse dos executivos e remuneração individual dos gestores (Silveira, 2004). A eventual relação entre essas variáveis e o desempenho ou risco das empresas é difícil de ser verificada uma vez que a legislação brasileira não obriga a divulgação dessas informações.

Quanto ao desconhecimento da forma funcional correta, Börsch-Supan e Köke (2000) afirmam que a maioria dos estudos sobre governança relaciona as variáveis de forma linear, sem considerar o uso de termos com ordens maiores na equação estimada. A não modelagem de um eventual relacionamento de ordem superior entre as variáveis, uma relação quadrática, por exemplo, tem como consequência mais uma vez a obtenção de estimadores enviesados, caso a relação entre as variáveis não seja, de fato, linear.

No presente estudo, procura-se mitigar o problema de variáveis ausentes pela inclusão das variáveis de controle nos modelos estimados. Ademais, a utilização do índice de governança busca caracterizar a qualidade da governança corporativa

considerando de forma conjunta uma série de mecanismos tidos como importantes pela literatura. Espera-se que a utilização do índice possa minimizar o efeito da não inclusão de determinado mecanismo relevante, a exemplo de alguns que recentemente têm ganhado importância, como voto por procuração, *poison pills* e comitês de remuneração, que não são considerados nos modelos.

3.4.3 Seletividade da amostra

Esse problema ocorre quando a amostra não é selecionada aleatoriamente. Börsch-Supan e Köke (2000) afirmam que a maioria dos estudos que buscam encontrar relação entre governança e desempenho seleciona sua amostra pela variável dependente, uma vez que analisam somente as empresas que são listadas em bolsa, as quais muito provavelmente estão entre as maiores e mais lucrativas do mercado. Os autores demonstram que os parâmetros estimados por um modelo alimentado com dados de uma amostra enviesada serão também enviesados. Tal limitação está presente neste estudo, que utiliza uma amostra de empresas listadas na Bovespa selecionada por um critério de liquidez. A utilização do critério de liquidez, conforme apresentado na seção 3.3, pode ser justificada, pois se espera que empresas com liquidez muito baixa não possuam seus valores de mercado corretamente refletidos nos preços de suas ações, prejudicando a mensuração das variáveis do estudo. A análise somente de empresas listadas em bolsa pode ser defendida pelo argumento de que somente nessas empresas ocorre a real separação entre propriedade e controle, condição necessária para o surgimento dos problemas combatidos pelas práticas de governança corporativa (Silveira, 2004).

A seletividade da amostra também é causa de outro problema. Segundo Martins (2000), quando uma amostra de pesquisa é selecionada de acordo com um critério definido pelo pesquisador não é possível generalizar os resultados para a população. No presente estudo, além do critério de liquidez, a própria seleção de um período de análise pode ser considerada uma forma de amostragem não aleatória. Portanto, as conclusões da pesquisa devem ser interpretadas somente dentro da amostra e no período considerado.

3.4.4 Erros de mensuração das variáveis

Esse problema ocorre quando as variáveis do estudo são mensuradas com grande erro. Börsch-Supan e Köke (2000, p. 23) afirmam que erros de

mensuração nas variáveis endógenas não geram estimadores viesados, mas podem causar problemas na significância estatística dos parâmetros. Por outro lado, os autores demonstram que os parâmetros estimados a partir de variáveis exógenas mensuradas incorretamente são viesados e inconsistentes.

Novamente, a carência de uma teoria forte dificulta a correta mensuração das dimensões de interesse. Como exemplo, não há consenso sobre como medir o desempenho para comprovar a influência dos mecanismos de governança. Börsch-Supan e Köke (2000) afirmam que vários estudos sobre governança corporativa utilizam o q de Tobin como a principal medida para o desempenho da firma, assumindo implicitamente que os preços de mercado das ações refletem corretamente o valor da firma, enquanto outras pesquisas empregam indicadores contábeis, que podem variar de acordo com as regras de escrituração vigentes. Os resultados de Bøhren e Ødegaard (2004) indicaram que a relação entre governança corporativa e desempenho depende da medida de *performance* utilizada. Embora erros de mensuração nas variáveis endógenas não viesem os parâmetros estimados, não se pode comprovar a robustez dos resultados se as relações não se mantiverem inalteradas entre diferentes medidas de desempenho (Börsch-Supan e Köke, 2000).

Na mesma linha, não há consenso sobre como representar a qualidade das práticas de governança corporativa. Diferentes medidas podem conduzir a diferentes resultados. Por exemplo, o emprego de um índice de governança construído de forma diferente do utilizado nesta pesquisa pode levar a conclusões distintas, dependendo dos critérios utilizados para pontuação. Além disso, deve-se levar em conta que o índice da pesquisa foi criado em 2004, tendo por base a versão do código de governança do IBGC anterior à mais recente, de 2009. Algumas questões do índice seriam afetadas pela nova edição, como a quantidade de membros do conselho de administração (o máximo recomendado passou de 9 para 11) e o respectivo prazo de mandato (que passou de 1 ano para 2 anos). Entretanto, pode-se considerar razoável tomar como base a edição anterior, haja vista que era a versão vigente durante a maior parte do período do estudo (a nova edição é de setembro/2009) e que a cartilha da CVM não foi alterada, de modo que todas as questões do índice guardam consonância com as suas recomendações. Ademais, as variáveis geralmente utilizadas para caracterizar a governança corporativa apenas fornecem uma primeira indicação do alinhamento da empresa às boas práticas. A correta mensuração da qualidade da governança corporativa dependeria de uma avaliação mais profunda, mediante a

verificação da efetividade do funcionamento dos mecanismos no cotidiano da companhia, o que está além do escopo da pesquisa.

O presente estudo busca mitigar os problemas causados por erros na mensuração das variáveis mediante o emprego de medidas alternativas para as variáveis de desempenho e risco, escolhidas com base em trabalhos anteriores. Contudo, são utilizados dados secundários, em geral produzidos para outras finalidades, de modo que não se pode ter certeza sobre sua correção. Até mesmo os dados contábeis estão sujeitos a erros e manipulações, a despeito da fiscalização a que são submetidos, podendo gerar informações distorcidas sobre a situação patrimonial das companhias. As informações disponíveis no Divext da CVM são prestadas pelas próprias empresas, estando também sujeitas a incorreções. Da mesma forma, os valores dos betas e das volatilidades foram obtidos diretamente do sistema de informações Economática®, de modo que não há como garantir a correção e a consistência dos cálculos que resultaram nos dados empregados nas regressões, muito embora o sistema seja amplamente utilizado em trabalhos empíricos no Brasil.

4. Resultados

4.1 Estatísticas descritivas

Nos tópicos a seguir são apresentadas as principais estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na pesquisa.

4.1.1 Variáveis de governança corporativa

O índice de governança das empresas da amostra nos anos de 2007, 2008 e 2009 apresenta as seguintes estatísticas descritivas:

Tabela 6 - Estatísticas descritivas do índice de governança - IGOV

IGOV	Mediana	Média	Desv Pad	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose
2007	10,00	9,60	4,20	1,00	17,00	-0,24	1,95
2008	11,00	10,30	3,89	1,00	17,00	-0,49	2,30
2009	11,00	10,28	4,07	1,00	17,00	-0,48	2,21

Os valores médios do IGOV expressos na Tabela 6 podem ser considerados razoáveis, uma vez que indicam que a média das empresas pontuou em praticamente a metade dos itens avaliados. Percebe-se certa estabilidade do IGOV no período, apesar de ligeira melhora em 2008 e 2009 em relação a 2007. A mediana passou de 10 em 2007 para 11 em 2008, mantendo esse valor em 2009. O índice de governança médio em 2007 era 9,6, subiu para 10,3 em 2008 e caiu um pouco em 2009 para 10,28. Os valores extremos mantiveram-se constantes nos três anos analisados, sendo o menor índice no valor 1 e o maior no valor 17, indicando que existe uma diferença considerável no nível de governança das empresas da amostra. O Apêndice A apresenta o valor do IGOV calculado para cada companhia da amostra.

Um ponto que pode ser levantado para explicar a relativa estabilidade do IGOV no período é que uma evolução significativa das práticas de governança talvez não ocorra bruscamente, sendo um processo cujos resultados somente podem ser avaliados em horizontes de tempo maiores. O trabalho de Silveira (2004), que originalmente aplicou o IGOV a uma amostra de empresas brasileiras no ano de 2002, encontrou um valor médio do índice de 6,76, com mediana no valor de 6,00. Haja vista que os critérios de pontuação adotados em Silveira (2004) foram praticamente os mesmos dos praticados neste estudo, os resultados sugerem que, em média, houve

uma substancial melhoria na qualidade da governança das empresas brasileiras entre os anos de 2002 e 2009, de acordo com os critérios do IGOV.

Há que se considerar, ainda, que a maioria das empresas com listagem recente na bolsa abriu o capital já nos segmentos diferenciados de governança da Bovespa. Das 116 ofertas iniciais de ações que ocorreram de 2004 a 2009 na bolsa brasileira, 99 (85%) foram no Nível 2 ou no Novo Mercado⁴. No ano de 2007, por exemplo, foi quando ocorreu o maior número de novas listagens, um total de 64, sendo 50 (78%) nos níveis mais elevados de governança. Por outro lado, nos dois anos seguintes, provavelmente por conta da crise econômica mundial, o número de novas listagens caiu bastante, sendo 4 em 2008 (3 no Novo Mercado) e 6 em 2009 (todas no Nível 2 ou Novo Mercado). Dessa forma, o crescimento do IGOV médio entre 2002 e 2009 pode ter sido influenciado pela entrada dessas empresas na amostra, uma vez que as regras do Novo Mercado, por exemplo, exigem a emissão exclusiva de ações com direito a voto e a concessão de *tag along* além do exigido pela legislação, aspectos avaliados pelo IGOV. Do mesmo modo, a estabilidade do índice no período desta pesquisa pode ser devida ao grande número de novas listagens nos níveis diferenciados em 2007, em contraponto ao reduzido número em 2008 e 2009.

Outra questão que pode explicar a relativa estabilidade do IGOV médio apurado nesta pesquisa é a própria dinâmica de mensuração do índice. Algumas perguntas que o compõem, especialmente as que avaliam a transparência na divulgação de informações (perguntas 1 a 10), dependem do conteúdo disponível nos sites das empresas, que pode mudar a qualquer instante. Segundo os critérios estabelecidos para pontuação, as informações que estavam disponíveis no momento da coleta dos dados é que foram consideradas para que as empresas pontuassem ou não em determinados itens, os quais receberam a mesma pontuação em todos os anos. Tais informações, contudo, não necessariamente estavam disponíveis nos anos anteriores. Caso essa disponibilidade pudesse ser verificada, poderia ter havido uma maior diferença entre os períodos.

Para uma melhor análise da distribuição do IGOV na amostra, as empresas foram separadas em três grupos de acordo com a pontuação obtida: empresas com governança corporativa “ruim” (IGOV entre 0 e 5), “intermediária” (IGOV entre 6 e 14) e “boa” (IGOV entre 15 e 20). O resultado é apresentado na Tabela 7.

⁴ Estatísticas das Aberturas de Capital na BM&FBovespa, disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/ijos-recentes>. Acesso em 14/10/2010.

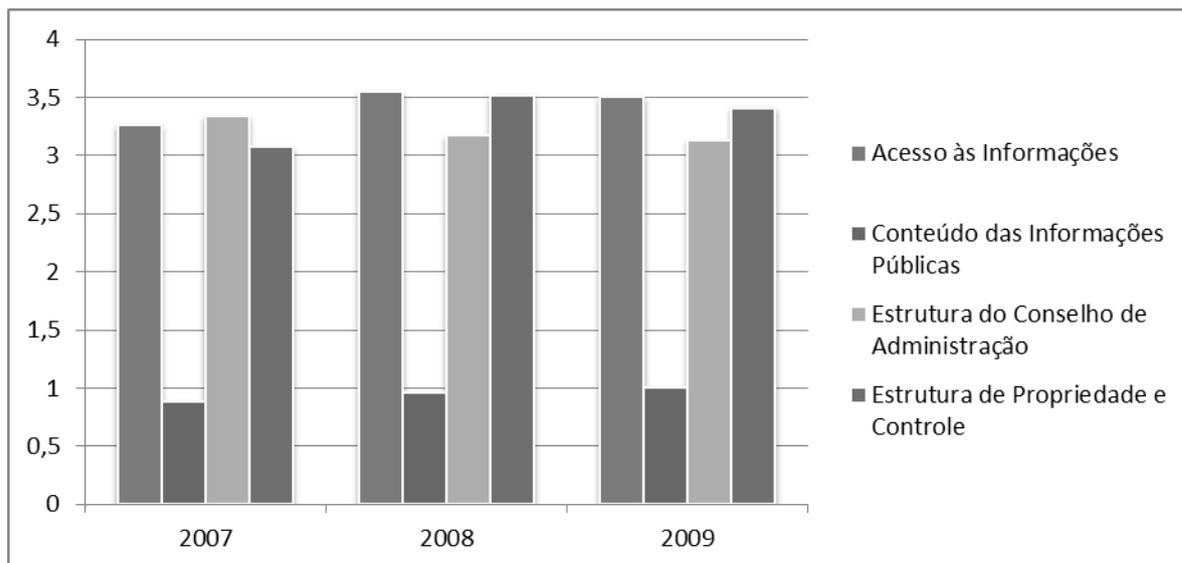
Tabela 7 – Classificação das empresas da amostra segundo a qualidade das práticas de governança corporativa

Nível de GC	IGOV	2007	2008	2009
RUIM	0	0,00%	0,00%	0,00%
	1	1,99%	0,98%	0,47%
	2	2,49%	1,96%	3,76%
	3	4,48%	3,92%	4,69%
	4	5,97%	2,94%	2,82%
	5	7,46%	5,39%	5,16%
	Total	22,39%	15,20%	16,90%
INTERMEDIÁRIA	6	5,97%	4,90%	3,76%
	7	3,98%	3,92%	5,63%
	8	6,97%	9,31%	5,63%
	9	7,46%	3,43%	5,63%
	10	6,47%	7,84%	7,51%
	11	7,46%	7,84%	8,92%
	12	6,97%	12,25%	8,92%
	13	9,95%	13,24%	9,86%
14	10,45%	8,82%	13,62%	
Total	65,67%	71,57%	69,48%	
BOA	15	7,46%	7,84%	9,39%
	16	2,49%	3,92%	0,94%
	17	1,99%	1,47%	3,29%
	18	0,00%	0,00%	0,00%
	19	0,00%	0,00%	0,00%
	20	0,00%	0,00%	0,00%
	Total	11,94%	13,24%	13,62%

Da análise dos dados da Tabela 7, pode-se notar mais claramente a ligeira evolução do nível de governança das empresas da amostra no período analisado. Em 2009, as empresas com boa governança representavam 13,62% da amostra, ante 11,94% em 2007. Empresas com governança intermediária somavam 69,48% da amostra em 2009, enquanto em 2007, esse percentual foi de 65,67%. Por outro lado, as empresas com governança ruim diminuíram de 22,39% em 2007 para 16,90% em 2009.

Na sequência, são apresentadas as pontuações médias obtidas pelas empresas da amostra para cada atributo de governança avaliado pelo IGOV (Gráfico 1). Além disso, o IGOV de cada ano é detalhado em função do percentual de respostas positivas (“sim”) para cada questão do índice (Tabela 8).

Gráfico 1 - Pontuação média de cada atributo de governança corporativa avaliado pelo IGOV



Conforme as informações do Gráfico 1, tomando-se por base o ano de 2009, percebe-se que a maior parte das empresas da amostra facilita o acesso às informações para os acionistas. A nota média para esse quesito foi de 3,50 em 5,00 possíveis. Para exemplificar, a Tabela 8 demonstra que 82,63% das companhias disponibilizam seus relatórios anuais nos respectivos sites da internet, enquanto 64,79% divulgam informações sobre as práticas de governança da empresa. Em contrapartida, poucas empresas divulgam informações consideradas relevantes para o acionista. A nota média para o conteúdo das informações públicas foi de 1,00 em 2009. Nesse atributo, somente 14,08% das empresas da amostra explicam os aspectos relacionados à remuneração da alta administração. Em relação à elaboração de demonstrativos em US-GAAP e IS-GAAP, apenas 22,54% das empresas da amostra pontuaram nesse quesito em 2009.

O destaque negativo, entretanto, ficou por conta do fato de que apenas 0,94% das empresas da amostra apresentam o valor adicionado/destruído pelo negócio com base em alguma medida de lucro econômico. Essa questão foi incluída no índice considerando que o objetivo fundamental dos gestores é a maximização do valor da empresa. Tendo em vista que apenas uma parcela pouco representativa de empresas divulga informações do gênero, é de se esperar que os acionistas tenham alguma dificuldade para avaliar se as decisões dos gestores estão efetivamente agregando valor ao negócio.

Tabela 8 - Percentual de empresas com respostas positivas ao IGOV

Perguntas do IGOV		2007	2008	2009
Acesso às Informações				
1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via internet?	79,60%	82,84%	82,63%
2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa?	59,70%	67,16%	64,79%
3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?	61,19%	70,59%	69,01%
4	O <i>website</i> é bilíngue e possui uma seção de Relações com os Investidores?	56,72%	61,76%	61,97%
5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?	68,66%	73,04%	71,36%
Conteúdo das Informações Públicas				
6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	38,81%	41,18%	39,44%
7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento explica a remuneração global dos executivos?	6,47%	7,84%	14,08%
8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?	20,90%	22,55%	22,54%
9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?	19,90%	23,53%	23,47%
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?	1,49%	0,98%	0,94%
Estrutura do Conselho de Administração				
11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração são ocupados por pessoas diferentes?	75,62%	76,47%	77,00%
12	A empresa possui um Conselho de Administração com 5 a 9 membros?	78,11%	76,47%	75,59%
13	O percentual de conselheiros externos integrantes do Conselho de Administração é superior à mediana da amostra?	61,69%	54,90%	52,58%
14	O Conselho de Administração possui mandato unificado de um ano?	41,79%	39,71%	38,50%
15	A empresa não possui Acordo de Acionistas?	76,62%	69,12%	69,48%
Estrutura de Propriedade e Controle				
16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?	52,74%	69,61%	66,67%
17	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?	76,62%	74,02%	70,89%
18	O percentual de ações ordinárias em posse do (s) controlador (es) é menor que a mediana da amostra?	64,18%	71,08%	69,01%
19	O excesso de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que a mediana da amostra?	61,69%	74,51%	73,71%
20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?	52,24%	62,75%	61,03%

No que concerne à estrutura do conselho de administração, a nota média para 2009 é de 3,13, de modo que os dados demonstram, em linhas gerais, que a maioria das empresas vem seguindo as recomendações dos códigos de governança. Por exemplo, as companhias que possuem os cargos de presidente executivo e de presidente do conselho de administração ocupados por pessoas distintas constituem 77,00% da amostra, enquanto 75,59% possuem um conselho do tamanho considerado adequado. A exceção fica por conta do prazo de mandato do conselho de administração, eis que apenas 38,5% das empresas da amostra possuem um conselho com mandato unificado de 1 ano. Quanto a esse aspecto, vale salientar que a versão mais nova do código de governança do IBGC, de setembro de 2009, aumentou para 2 anos o prazo recomendado para o mandato do conselho. Os resultados da pesquisa nesse quesito sugerem que o prazo de 1 ano não se adequava mais às características e necessidades da maioria das empresas, de modo que o código do IBGC teve de ser adaptado, indicando que as boas práticas de governança não são estáticas mas, ao contrário, evoluem conforme a realidade do mercado.

Em relação à estrutura de propriedade e controle, as empresas receberam, em média, 3,41 pontos para esse quesito. A maioria das empresas da amostra emite apenas ações com direito a voto (66,67%), possui estrutura de controle pulverizada (69,01%), não possui grande separação entre propriedade e controle (73,71%) e concede *tag along* além do exigido pela legislação (61,03%).

Ainda sobre o Gráfico 1, nota-se que a maior pontuação média em 2007 pertence à categoria “estrutura do conselho de administração”, enquanto que em 2008 e 2009, a maior pontuação média passou a ser da categoria “acesso às informações”. A pior média ficou por conta do “conteúdo das informações públicas” em todos os anos. Isso pode ser compreensível, uma vez que, para adequar-se às boas práticas de governança corporativa, divulgar informações em seu site na internet pode ser mais conveniente para a empresa do que, por exemplo, alterar a estrutura do conselho de administração. Contudo, pelos dados da amostra, o conteúdo das informações disponibilizadas parece não estar alinhado às melhores práticas. Assim, a maior parte das empresas pode estar explorando as potencialidades dos relatórios de divulgação externa mais como uma ferramenta de marketing do que como uma forma de, efetivamente, dar transparência à gestão, facilitando o acesso dos interessados a informações consideradas importantes para a governança.

Sobre as demais variáveis de governança corporativa, listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa e emissão de ADR, a Tabela 9 apresenta o percentual de empresas da amostra pertencentes a essas categorias no período.

Tabela 9 - Percentual de empresas listadas nos níveis diferenciados da Bovespa ou emissoras de ADR.

Variável	2007	2008	2009
NM	41,79%	50,49%	49,30%
ADR	12,94%	14,22%	13,15%

Tendo como base o ano de 2009, as informações da Tabela 9 demonstram que cerca da metade das companhias da amostra pertencem aos níveis diferenciados de governança da Bovespa. Considerando que a adesão a esses níveis é voluntária, percebe-se que a adoção de boas práticas de governança corporativa tem sido uma preocupação crescente das companhias listadas na bolsa. Além disso, verifica-se que apenas uma pequena parte das empresas da amostra possuem ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque, isto é, são emissoras de ADRs Nível 2 ou Nível 3.

4.1.2 Variáveis de desempenho e risco

Na Tabela 10 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis dependentes de desempenho e risco utilizadas no estudo.

Dos dados da tabela, pode-se destacar o aumento considerável da volatilidade (VOL), assim como a redução dos indicadores de lucro (ROA e ROE) em 2008, muito provavelmente por conta da crise econômica que se agravou nesse ano. Outro possível reflexo da crise é o valor médio do q de Tobin menor que 1 nos anos de 2008 e 2009, indicando que, em média, o valor de mercado das empresas foi menor que o custo de reposição dos seus ativos nesse período.

Observa-se também que a diferença entre a média e a mediana da variável VOL indica grande assimetria da amostra. Por essa razão, ela foi incluída nos modelos na forma de logaritmo natural.

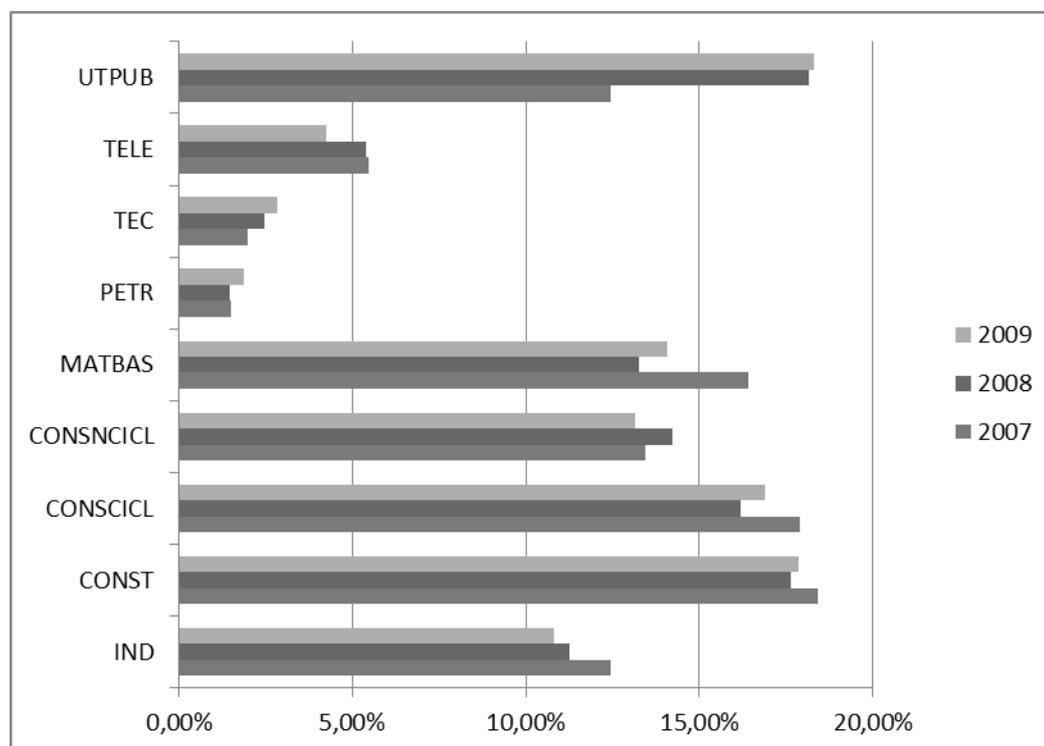
Tabela 10 - Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho e risco

	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
ANO: 2007									
Mediana	0,107	0,060	0,112	0,889	0,715	0,715	0,680	0,700	41,50
Média	0,108	0,063	0,122	1,061	0,669	0,691	0,705	0,727	47,52
Desv Pad	0,112	0,095	0,132	0,860	0,312	0,299	0,245	0,258	20,30
Mínimo	-0,317	-0,292	-0,193	-0,702	-0,210	0,060	0,250	0,160	24,20
Máximo	0,439	0,367	0,432	3,980	1,420	1,230	1,340	1,300	133,80
Assimetria	0,016	-0,092	0,105	1,135	-0,367	-0,224	0,381	0,213	1,874
Curtose	3,793	4,782	2,975	4,133	2,934	2,286	2,507	2,520	6,281
ANO: 2008									
Mediana	0,113	0,049	0,098	0,326	0,730	0,740	0,640	0,645	63,40
Média	0,114	0,039	0,054	0,415	0,722	0,737	0,673	0,693	68,02
Desv Pad	0,088	0,099	0,385	0,566	0,395	0,346	0,260	0,255	23,12
Mínimo	-0,239	-0,266	-2,165	-0,703	-0,260	0,000	0,200	0,250	32,70
Máximo	0,341	0,266	1,382	3,386	1,910	1,660	1,330	1,300	166,70
Assimetria	-0,111	-0,620	-2,603	2,014	0,318	0,397	0,655	0,598	1,735
Curtose	4,093	3,560	15,56	9,848	3,044	2,641	2,954	2,915	7,079
ANO: 2009									
Mediana	0,103	0,063	0,127	0,674	0,435	0,690	0,620	0,640	44,75
Média	0,103	0,057	0,121	0,895	0,532	0,718	0,660	0,660	49,37
Desv Pad	0,081	0,083	0,111	0,887	0,480	0,374	0,290	0,262	23,39
Mínimo	-0,115	-0,222	-0,211	-0,799	-0,680	-0,060	0,100	0,180	21,30
Máximo	0,302	0,319	0,471	5,330	1,860	1,900	1,520	1,380	190,10
Assimetria	0,119	-0,621	0,197	2,036	0,711	0,508	0,748	0,778	2,970
Curtose	2,950	4,900	3,707	8,657	3,606	3,225	3,442	3,387	15,15

4.1.3 Variáveis de controle

Em seguida, são apresentadas algumas informações sobre as variáveis de controle da pesquisa. O Gráfico 2 ilustra a distribuição das empresas por setor de atuação. Analisando o gráfico, nota-se que as companhias da amostra estão bem distribuídas pelos setores econômicos, exceto nos setores de tecnologia da informação, telecomunicações e petróleo, que concentram uma menor parcela das empresas.

Gráfico 2 - Percentual de empresas por setor de atuação



A Tabela 11 demonstra que a grande maioria das empresas da amostra (em torno de 95%) possui controle acionário privado, indicando que empresas estatais não são muito comuns na bolsa brasileira.

Tabela 11 - Percentual de empresas por controle acionário

Controle	2007	2008	2009
Estatal	4,98%	5,39%	5,16%
Privado	95,02%	94,61%	94,84%

A Tabela 12, por sua vez, mostra que a alavancagem mediana gira em torno de 0,2 em todos os anos, porém o desvio-padrão desse indicador é elevado, sugerindo que o nível de endividamento das empresas é bastante diversificado. A diferença entre as respectivas média e mediana das variáveis TAM e LIQ sugere grande assimetria da amostra, razão pela qual elas são incluídas nos modelos na forma de logaritmo natural⁵.

Tabela 12 - Estatísticas descritivas das variáveis: TAM, ALAV e LIQ

	2007			2008			2009		
	TAM*	ALAV	LIQ	TAM*	ALAV	LIQ	TAM*	ALAV	LIQ
Mediana	1.297	0,219	0,058	1.815	0,248	0,042	1.756	0,264	0,044
Média	6.555	0,845	0,325	11.494	1,448	0,340	11.664	1,807	0,318
Desv Pad	21.530	5,533	1,038	52.213	12,71	1,238	51.593	17,69	0,975
Mínimo	2,596	0,000	0,001	0,334	0,000	0,001	0,349	0,000	0,001
Máximo	231.227	60,88	10,36	638.727	167,68	13,85	615.962	244,35	9,552
Assimetria	7,678	9,801	7,914	9,781	11,95	8,717	9,414	12,89	7,708
Curtose	71,04	99,21	72,62	110,21	151,42	87,25	101,53	174,25	70,11

(*) Ativo total ao final do período, em milhões de reais.

4.2 Resultados das regressões

Nos tópicos a seguir são apresentados os resultados das regressões entre as variáveis dependentes de desempenho e risco e as variáveis de governança corporativa. As análises estão segregadas por ano e por tipo de variável dependente. Antes dos resultados das regressões em cada período, foi inserido um tópico contemplando a análise da matriz de correlações entre pares das variáveis. Essa análise visa a fornecer uma ideia geral sobre a direção e a magnitude do relacionamento entre as variáveis da amostra, auxiliando na interpretação das regressões.

Nas tabelas em que constam os resultados das regressões foi reservada uma coluna para cada variável dependente com as seguintes informações: os

⁵ A variável ALAV também é bastante assimétrica, porém não é possível escrevê-la na forma de log uma vez que assume valores iguais a zero.

coeficientes estimados, os respectivos níveis de significância e valores da estatística t , o R-quadrado ajustado, a probabilidade da estatística F e as probabilidades dos testes de White e de Jarque-Bera. Nos casos em que o teste de White rejeita a hipótese nula a um nível de significância de 5%, são reportados os coeficientes com os respectivos erros-padrão robustos a heterocedasticidade.

Em cada tópico são apresentadas duas tabelas: uma com o modelo original, com todas as variáveis independentes; e outra, ao final, com um modelo alternativo, sem a inclusão das variáveis de controle. Cada coluna das tabelas representa uma regressão distinta. As análises são empreendidas considerando os modelos originais, sendo os modelos alternativos reportados a título de comparação.

A eventual presença de observações extremas (*outliers*) foi verificada por meio da análise do gráfico dos resíduos. Foram então realizados testes omitindo essas observações. Em todas as regressões as principais conclusões mantiveram-se inalteradas, com ou sem os *outliers*. Em alguns casos, porém, a qualidade estatística dos modelos melhorou. Os resultados apresentados na sequência referem-se aos modelos que tiveram a melhor qualidade estatística em cada caso.

4.2.1 Resultados de 2007

4.2.1.1 Matriz de Correlações em 2007

As tabelas a seguir apresentam os coeficientes de correlação entre pares das variáveis em 2007, seguidas de comentários a respeito das relações relevantes para o presente estudo.

Tabela 13 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança em 2007

	IGOV	NM	ADR
IGOV	1.000	0.712***	0.274***
NM		1.000	-0.086
ADR			1.000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

As correlações da Tabela 13 indicam que quanto maior o índice de governança (IGOV) maior a probabilidade de a empresa pertencer aos segmentos de listagem diferenciados da Bovespa (NM) ou de ser emissora de ADRs (ADR), confirmando a premissa de que as companhias que aderem a esses programas

possuem melhores práticas de governança. Particularmente, a magnitude do coeficiente de correlação entre IGOV e NM (0,712) pode estar refletindo o fato de que o índice pontua alguns mecanismos que são obrigatórios para as empresas do Nível 2 e do Novo Mercado, como a concessão de *tag along* além do exigido pela legislação e a divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais.

Tabela 14 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e desempenho em 2007

	IGOV	NM	ADR	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	1.000	0.712***	0.274***	0.165**	0.193***	0.055	0.269***
NM		1.000	-0.086	-0.098	-0.038	-0.133*	0.218***
ADR			1.000000	0.188***	0.106	0.148**	-0.050
EBITDA				1.000	0.733***	0.559***	0.402***
ROA					1.000	0.663***	0.406***
ROE						1.000	0.324***
QTOBIN							1.000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

As correlações da Tabela 14 indicam que:

1. quanto maior o índice de governança (IGOV) maiores os indicadores de desempenho (EBITDA, ROA e QTOBIN), corroborando a hipótese de que boas práticas de governança estão relacionadas com melhor desempenho financeiro. Contudo, não se verifica correlação com significância estatística entre IGOV e ROE.
2. quanto maior a probabilidade de a empresa pertencer ao Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM), menor o indicador de desempenho ROE e maior o indicador de desempenho QTOBIN. O relacionamento negativo entre NM e ROE vai contra a hipótese de que empresas com melhores práticas de governança apresentam melhor desempenho, enquanto que a relação entre NM e QTOBIN confirma essa hipótese. Nota-se que os dados não refletem claramente o sentido da relação entre a listagem nos níveis diferenciados da Bovespa e o desempenho das empresas, uma vez que depende da medida de desempenho considerada.
3. quanto maior a probabilidade de a empresa ser emissora de ADR, maiores os indicadores de desempenho EBITDA e ROE, confirmando a hipótese de que empresas com melhores práticas de governança apresentam melhor desempenho. Entretanto, aqui também a relação entre governança e desempenho depende da medida de desempenho considerada, uma vez que as correlações ADR/ROA e ADR/QTOBIN não são significativas, sendo que a última ainda apresenta sinal negativo.

Tabela 15 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e risco em 2007

	IGOV	NM	ADR	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	1.000	0.712***	0.274***	0.429***	0.512***	0.424***	0.415***	-0.498***
NM		1.000	-0.086	0.262**	0.278**	0.035	0.023	-0.171*
ADR			1.000	0.241**	0.314**	0.510***	0.500***	-0.243***
BETA12				1.000	0.893***	0.524***	0.505***	0.054
BETA24					1.000	0.570***	0.559***	0.044
BETA48						1.000	0.957***	0.004
BETA60							1.000	0.044
VOL								1.000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

As correlações da Tabela 15 indicam que:

1. no geral, quanto melhores os indicadores de governança (IGOV, NM e ADR), maiores os betas (BETA) das empresas, contrariando a hipótese de que melhores práticas de governança relacionam-se com um menor risco da firma. Essa relação pode em parte ser explicada, pois, apesar do estabelecimento de um critério de liquidez para inclusão de empresas na amostra, algumas companhias com liquidez muito baixa tiveram de ser selecionadas para obter uma amostragem representativa e de tamanho razoável. Isso pode ter provocado inconsistências na mensuração dos betas e influenciado a correlação com as demais variáveis.
2. quanto melhores os indicadores de governança (IGOV, NM e ADR), menor a volatilidade das ações, corroborando a hipótese de que boas práticas de governança são importantes para a redução da incerteza dos investidores quanto ao desempenho da empresa.

4.2.1.2 Governança Corporativa e Desempenho em 2007

Os resultados das regressões entre as variáveis de desempenho e de governança em 2007 são exibidos na Tabela 16.

Nota-se que o índice de governança (IGOV) apresentou relação positiva significativa estatisticamente no nível de 5% contra as variáveis dependentes Ebitda sobre o ativo total (EBITDA) e q de Tobin (QTOBIN), e no nível de 10% contra a variável de lucro operacional sobre o ativo total (ROA). A variável IGOV também se relacionou positivamente com a medida de lucro líquido sobre o patrimônio líquido (ROE), porém sem significância estatística até 10%. Esses resultados indicam que, em média e tudo mais constante, as empresas da amostra que adotaram melhores práticas

de governança corporativa, de acordo com os critérios de mensuração do IGOV, apresentaram melhor desempenho financeiro em 2007. Indicam, ainda, que a significância estatística da relação pode depender da medida utilizada para representar o desempenho, uma vez que o relacionamento entre IGOV e ROE não foi significativo.

Tabela 16 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2007

	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	0.007** (1.94)	0.005* (1.68)	0.004 (0.93)	0.055** (2.10)
NM	-0.076*** (-2.80)	-0.057*** (-2.64)	-0.054* (-1.66)	-0.230 (-1.14)
ADR	-0.050* (-1.92)	-0.051** (-2.19)	-0.005 (-0.14)	-0.615*** (-2.76)
TAM	0.003 (0.29)	0.003 (0.47)	0.004 (0.41)	-0.086 (-1.40)
ALAV	-0.005 (-0.35)	-0.095*** (-4.75)	-0.001 (-0.08)	0.604*** (3.41)
LIQ	0.017*** (3.25)	0.018*** (3.91)	0.018*** (2.50)	0.201*** (4.47)
EST	-0.107*** (-2.96)	-0.095*** (-2.95)	-0.176*** (-3.59)	-0.614** (-1.98)
IND	-0.065** (-2.40)	-0.036 (-1.29)	-0.070 (-1.64)	-0.100 (-0.38)
CONST	-0.102*** (-3.11)	-0.080*** (-3.06)	-0.158*** (-3.95)	-0.158 (-0.63)
CONSCICL	-0.098*** (-2.94)	-0.104*** (-4.01)	-0.088** (-2.18)	-0.008 (-0.03)
CONSNICL	-0.075** (-2.16)	-0.065** (-2.38)	-0.192*** (-4.57)	0.074 (0.28)
MATBAS	-0.080*** (-2.60)	-0.053** (-2.10)	-0.092** (-2.35)	-0.207 (-0.86)
PETR	-0.163** (-2.25)	-0.137*** (-2.81)	-0.186** (-2.14)	0.032 (0.068)
TEC	-0.058 (-1.04)	-0.062 (-1.29)	-0.142** (-1.99)	0.463 (1.00)
TELE	-0.008 (-0.23)	-0.087*** (-2.68)	-0.145*** (-2.93)	-0.435 (-1.38)
Intercepto	0.172 (1.11)	0.145 (1.33)	0.223 (1.45)	2.470** (2.45)
R² Ajust	0.243	0.319	0.220	0.221
Prob (F)	0.000	0.000	0.000	0.000
Prob (White)	0.000	0.091	0.373	0.256
Prob (JB)	0.029	0.090	0.122	0.000

As variáveis dependentes estão nas colunas e as variáveis explicativas nas linhas. Os números entre parênteses indicam o valor da estatística *t*. Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente. Nos modelos em que o teste de White rejeitou a hipótese de homocedasticidade a um nível de significância de 5%, os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas. O número de observações da amostra em cada modelo é o seguinte: EBITDA (191), ROA (185), ROE (181), QTOBIN (190). O tamanho da amostra variou em função da disponibilidade de dados e da presença de observações extremas.

Os coeficientes da variável de governança NM apresentaram sinal negativo em todos os modelos rodados. A variável é uma *dummy* que assume valor 1 caso a empresa seja listada no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa e 0 caso contrário. Em relação a EBITDA e ROA, o nível de significância estatística verificado foi de 1%, enquanto que em relação à variável ROE, a significância foi de 10%. Por outro lado, a relação inversa entre NM e QTOBIN não foi significativa estatisticamente. Os resultados demonstram que a listagem nos níveis diferenciados da Bovespa foi importante para o desempenho das empresas em 2007, porém em um sentido inverso ao esperado: tudo mais constante, ou seja, mantendo inalterados o padrão de governança mensurado pelo IGOV, o nível de alavancagem, o tamanho da empresa, a liquidez das ações, a natureza do controle acionário e o setor econômico, as empresas pertencentes ao Nível 2 ou ao Novo Mercado da Bovespa apresentaram, em média, pior desempenho financeiro em 2007. Contudo, os resultados mais uma vez podem depender da medida de *performance* considerada, uma vez que a relação inversa entre NM e QTOBIN não foi significativa estatisticamente.

Da mesma forma, os resultados mostram que a relação entre a emissão de ADRs e o desempenho financeiro foi negativa no período. Quando a variável EBITDA é usada para representar o desempenho, essa relação foi significativa a 10%. Quando o desempenho é medido pela variável ROA, o nível de significância foi de 5%, enquanto que a significância estatística em relação a QTOBIN foi de 1%. Não se verificou relação estatística significativa entre a variável ADR e a variável ROE.

As variáveis de controle que apresentaram significância estatística em todas as regressões foram controle acionário estatal (EST) e liquidez de negociação (LIQ). A variável EST apresentou relação negativa com todas as variáveis dependentes, indicando que, em média, empresas controladas pelo governo apresentaram desempenho financeiro inferior em 2007. A variável LIQ, por sua vez, relacionou-se positivamente com as variáveis de desempenho, indicando que as empresas com papéis mais negociados na bolsa tiveram melhor *performance* no período. A maior parte das variáveis de setor econômico apresentou relação significativa com as variáveis de desempenho EBITDA, ROA e ROE, porém nenhuma delas se relacionou significativamente com a variável QTOBIN.

A Tabela 17 apresenta os resultados do modelo alternativo, sem a inclusão das variáveis de controle. Nota-se que as relações positivas e significativas entre as variáveis de desempenho EBITDA, ROA e QTOBIN e o índice de governança

se mantiveram. Quanto ao sentido e à significância dos coeficientes estimados para a variável NM, os mesmos relacionamentos verificados no modelo completo, no geral, se repetiram. Por outro lado, as relações entre as medidas de desempenho e a variável ADR no modelo alternativo foram ambíguas e com pouca significância estatística, ao contrário do modelo completo cujos resultados sugeriram uma relação negativa entre essas variáveis.

Tabela 17 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2007 sem a inclusão das variáveis de controle*

	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	0.013*** (4.23)	0.012*** (4.38)	0.009** (2.37)	0.070*** (2.90)
NM	-0.102*** (-4.03)	-0.080*** (-3.66)	-0.09*** (-2.85)	-0.070 (-0.36)
ADR	0.001 (0.01)	-0.024 (-1.04)	0.009 (0.287)	-0.375* (-1.80)
Intercepto	0.024 (1.09)	-0.019 (-0.91)	0.070*** (2.48)	0.456*** (2.56)
R² Ajust	0.111	0.092	0.049	0.075
Prob (F)	0.000	0.000	0.008	0.001
Prob (White)	0.121	0.061	0.208	0.284
Prob (JB)	0.325	0.006	0.872	0.000

(*) Ver observações da Tabela 16.

4.2.1.3 Governança Corporativa e Risco em 2007

Os resultados das regressões entre as variáveis de risco e de governança em 2007 são exibidos na Tabela 18.

A relação entre o índice de governança (IGOV) e o beta das empresas não ficou clara, uma vez que não permaneceu estável entre as diferentes janelas utilizadas na obtenção do indicador de risco. O IGOV apresentou relação positiva e significativa estatisticamente ao nível de 10% e 5% com os betas calculados com dados passados de 12 e 24 meses (BETA12 e BETA24) respectivamente. Em contrapartida, apresentou relação negativa e significativa ao nível de 10% com os betas mensurados a partir de dados de 48 e 60 meses (BETA48 e BETA60). Vale ressaltar que as variáveis de controle referentes ao setor econômico não foram incluídas nas regressões BETA48 e BETA60, pois a amostra de 2007 não contém observações desses betas para todos os setores, de modo que a comparação com os modelos BETA12 e BETA24 ficam prejudicadas.

Tabela 18 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2007

	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	0.022* (1.68)	0.034** (2.25)	-0.017* (-1.74)	-0.019* (-1.82)	-0.032*** (-2.87)
NM	0.040 (0.45)	0.044 (0.45)	0.048 (0.63)	0.053 (0.67)	-0.005 (-0.06)
ADR	0.038 (0.38)	-0.033 (-0.34)	0.017 (0.27)	0.018 (0.27)	0.170*** (2.73)
TAM	-0.003 (-0.10)	-0.018 (-0.39)	0.059*** (3.01)	0.072*** (3.49)	-0.098*** (-2.77)
ALAV	-0.171 (-0.717)	0.003 (0.01)	0.012*** (2.82)	0.014*** (3.24)	-0.001 (-0.23)
LIQ	0.053** (2.04)	0.086** (2.39)	0.066*** (3.99)	0.059*** (3.37)	-0.010 (-0.28)
EST	-0.152 (-1.29)	-0.011 (-0.10)	0.043 (0.658)	0.076 (1.01)	-0.017 (-0.13)
IND	-0.35*** (-2.92)	-0.370*** (-2.95)	-	-	-0.226* (-1.79)
CONST	-0.072 (-0.60)	-0.097 (-0.795)	-	-	0.107 (1.05)
CONSCICL	-0.128 (-0.87)	-0.070 (-0.58)	-	-	0.026 (0.20)
CONSNICL	-0.166 (-1.25)	-0.102 (-0.84)	-	-	-0.035 (-0.30)
MATBAS	-0.013 (-0.11)	0.039 (0.31)	-	-	-0.021 (-0.17)
PETR	-0.055 (-0.54)	0.002 (0.02)	-	-	0.180 (1.49)
TEC	-0.265** (-1.99)	-0.22* (-1.66)	-	-	-0.037 (-0.34)
TELE	-0.244* (-1.68)	-0.004 (-0.03)	-	-	-0.068 (-0.57)
Intercepto	0.706 (1.25)	0.731 (0.908)	0.089 (0.29)	-0.101 (-0.31)	5.510*** (9.16)
R ² Ajust	0.241	0.400	0.549	0.543	0.415
Prob (F)	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000
Prob (White)	0.037	0.007	0.424	0.685	0.000
Prob (JB)	0.899	0.982	0.778	0.853	0.997

As variáveis dependentes estão nas colunas e as variáveis independentes nas linhas. Os números entre parênteses indicam o valor da estatística *t*. Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente. Nos modelos em que o teste de White rejeitou a hipótese de homocedasticidade a um nível de significância de 5%, os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas. O número de observações da amostra em cada modelo é o seguinte: BETA12 (93), BETA24 (65), BETA48 (75), BETA60 (73), VOL (121). O tamanho da amostra variou em função da disponibilidade de dados e da presença de observações extremas. As variáveis de controle referentes ao setor econômico não foram incluídas nas regressões BETA48 e BETA60 pois a amostra de 2007 não contém observações de betas para todos os setores.

Por sua vez, a relação estatística entre os betas e as demais variáveis de governança, listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM) e emissão de ADRs (ADR), foi positiva na maior parte dos casos, porém sem significância estatística em nenhum deles. O resultado, portanto, demonstra que a adesão a esses programas que exigem práticas diferenciadas de governança corporativa não se relacionou de forma relevante com a variação dos betas da amostra no período.

Um comentário importante é que a variável de controle liquidez de negociação (LIQ) se associou fortemente com os betas, apresentando relação positiva e significativa estatisticamente ao nível de 5% contra as variáveis BETA12 e BETA24, e ao nível de 1% contra as variáveis BETA48 e BETA60. Portanto, nota-se que, em média, tudo o mais constante, as empresas com maior liquidez em bolsa apresentaram maiores betas no período. Isso pode ser explicado em parte pelo índice utilizado como referência para a carteira de mercado na obtenção dos betas, o IBRX, que apesar de ser ponderado pelo valor de mercado das empresas, conforme prescreve a teoria do CAPM, também considera a liquidez de negociação na Bovespa como critério para inclusão de empresas na sua composição. Essa composição determinada pela liquidez em bolsa pode estar influenciando a correlação positiva entre LIQ e BETA e fazendo com que os betas das empresas com baixa liquidez estejam subavaliados. Além disso, os critérios de composição do IBRX – que influenciam a relação entre LIQ e BETA – podem também explicar, em parte, os coeficientes de correlação positivos entre os indicadores de governança e os betas (Tabela 15), uma vez que a correlação entre boas práticas de governança e liquidez também é positiva⁶.

Assim, com base nos resultados das regressões, não há evidências de que empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem betas menores, ou seja, representam um menor risco para o investidor diversificado.

Por outro lado, observou-se uma relação negativa e significativa estatisticamente ao nível de 1% entre o índice de governança (IGOV) e a volatilidade das ações. Nessas condições, pode-se considerar que, tudo o mais constante, há fortes evidências de que as empresas com boas práticas de governança corporativa apresentaram menor volatilidade em bolsa em 2007, confirmando a hipótese de que os mecanismos de governança contribuem para a diminuição do risco das companhias do ponto de vista do investidor não diversificado.

⁶ De fato, os coeficientes de correlação em 2007 entre os indicadores de governança e a liquidez em bolsa são: IGOV/LIQ (0,574), NM/LIQ (0,252) e ADR/LIQ (0,553).

Os resultados também mostraram uma relação negativa entre a listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM) e a volatilidade em bolsa, porém sem significância estatística, o que indica que esse relacionamento não foi bem definido no período. Considerando que houve um grande número de novas listagens na Bovespa em 2007, em sua grande maioria nos níveis diferenciados de governança, os resultados podem indicar que essa adesão talvez não provoque efeitos imediatos sobre a percepção do risco das empresas pelos investidores.

Em contrapartida, observou-se um relacionamento positivo e significativo estatisticamente ao nível de 1% entre a volatilidade em bolsa (VOL) e a variável de governança (ADR). Uma possível explicação para a relação positiva entre ADR e VOL é que as ações das empresas que também possuem títulos negociados na bolsa de Nova Iorque estão sujeitas tanto às contingências do mercado interno quanto às do mercado internacional, o que, dependendo das condições econômico-financeiras vigentes, pode aumentar a flutuação dos seus papéis.

Em relação às variáveis de controle, pode-se destacar a relação negativa e significativa estatisticamente ao nível de 1% entre a volatilidade das ações (VOL) e o tamanho da empresa (TAM), indicando que empresas com maior disponibilidade de recursos apresentam menor risco para o investidor não diversificado.

A Tabela 19 apresenta os resultados do modelo alternativo, sem a inclusão das variáveis de controle. Percebe-se que o índice de governança (IGOV) e a variável ADR apresentaram relações positivas e significativas estatisticamente com todos os betas testados, ao contrário dos modelos completos em que a relação não restou bem definida. Contudo, realizando regressões com a inclusão da variável LIQ nos modelos alternativos⁷, não mais se observou esse relacionamento significativo, possivelmente por causa da forte correlação entre a liquidez das ações e os betas, que influencia a relação entre os indicadores de risco e governança. Os coeficientes da variável NM, por sua vez, como no modelo completo, não indicaram relações significativas com os betas, embora tenha apresentado uma relação positiva e significativa com a medida de volatilidade que não foi verificada nas regressões que incluíram as variáveis de controle. Nota-se, também, que a relação negativa e significativa entre VOL e IGOV se manteve, indicando que o relacionamento no período entre boas práticas de governança e volatilidade das ações está bem definido nos dados.

⁷ Por questão de racionalidade e economia de espaço, esses resultados não são reportados.

Tabela 19 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2007 sem a inclusão das variáveis de controle*

	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	0,028** (2,22)	0,039*** (2,72)	0,019* (1,88)	0,019* (1,70)	-0.059*** (-4.98)
NM	0,053 (0,65)	0,031 (0,31)	-0,060 (-0,66)	-0,061 (-0,63)	0.189** (2.20)
ADR	0,135* (1,76)	0,156** (2,01)	0,196*** (2,72)	0,202*** (2,59)	0.007 (0.11)
Intercepto	0,297** (2,36)	0,174 (1,29)	0,489*** (6,38)	0,509*** (6,01)	4.308*** (43.91)
R² Ajust	0,183	0,281	0,271	0,252	0.269
Prob (F)	0,000	0,000	0,000	0,000	0.000
Prob (White)	0,067	0,630	0,846	0,757	0.003
Prob (JB)	0,803	0,659	0,105	0,425	0.386

(*) Ver observações da Tabela 18.

4.2.2 Resultados de 2008

4.2.2.1 Matriz de Correlações em 2008

As tabelas a seguir apresentam os coeficientes de correlação entre pares das variáveis do estudo em 2008.

Tabela 20 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança em 2008

	IGOV	NM	ADR
IGOV	1.000	0.683***	0.196***
NM		1.000	-0.186***
ADR			1.000000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

Como em 2007, as correlações da Tabela 20 indicam que quanto maior o índice de governança (IGOV) em 2008, maior a probabilidade de a empresa pertencer aos segmentos de listagem diferenciados da Bovespa (NM) ou de ser emissora de ADRs (ADR), confirmando a premissa de que as companhias que aderem a esses programas possuem melhores práticas de governança. Novamente, a magnitude do coeficiente de correlação entre IGOV e NM (0,683) pode estar refletindo o fato de que o

índice pontua alguns mecanismos que são obrigatórios para as empresas do Nível 2 e do Novo Mercado.

Tabela 21 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e desempenho em 2008

	IGOV	NM	ADR	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	1.000	0.683***	0.196***	0.025	0.117	-0.059	0.101
NM		1.000	-0.186***	-0.130*	-0.011	-0.163**	-0.017
ADR			1.000	0.118	0.032	-0.067	0.122
EBITDA				1.000	0.714***	0.350***	0.265***
ROA					1.000	0.560***	0.115
ROE						1.000	0.096
QTOBIN							1.000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

Os dados da Tabela 21 indicam que:

1. não há relação linear significativa na amostra entre as variáveis de desempenho e as variáveis de governança IGOV e ADR, uma vez que nenhum dos coeficientes de correlação entre essas variáveis apresentou significância estatística de até 10%.
2. quanto maior a probabilidade de a empresa pertencer ao Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM), menores os indicadores de desempenho EBITDA e ROE, contrariando a hipótese de que a listagem nos segmentos diferenciados da bolsa brasileira é relacionada com melhor desempenho. Os coeficientes de correlação entre NM e ROA e entre NM e QTOBIN também são negativos, porém sem significância estatística.

Tabela 22 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e risco em 2008

	IGOV	NM	ADR	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	1.000	0.683***	0.196***	0.291***	0.438***	0.417***	0.464***	-0.237***
NM		1.000	-0.186***	0.211**	0.271**	0.145	0.113	-0.055
ADR			1.000	0.095	0.110	0.377***	0.456***	-0.070
BETA12				1.000	0.979***	0.831***	0.819***	0.537***
BETA24					1.000	0.819***	0.810***	0.593***
BETA48						1.000	0.984***	0.455***
BETA60							1.000	0.481***
VOL								1.000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

As correlações da Tabela 22 indicam que:

1. no geral, quanto melhores os indicadores de governança (IGOV, NM e ADR), maiores os betas (BETA) das empresas. Essa relação contraria a hipótese de que boas práticas de governança são relacionadas com menor risco da empresa (ver comentário 1 à Tabela 15).
2. quanto melhores os indicadores de governança (IGOV, NM e ADR), menor a volatilidade das ações, corroborando a hipótese de que boas práticas de governança são relacionadas com menor risco da empresa do ponto de vista do investidor não diversificado. Contudo, a correlação negativa entre VOL e as variáveis de governança NM e ADR não é significativa estatisticamente.

4.2.2.2 Governança Corporativa e Desempenho em 2008

Os resultados das regressões entre as variáveis de desempenho e de governança em 2008 são exibidos na Tabela 23.

De acordo com os dados da tabela, em 2008 o índice de governança (IGOV) se relacionou positivamente com todas as variáveis de desempenho, porém com significância estatística somente com relação ao indicador ROA, ao nível de 10%. Os resultados confirmam a hipótese de que, tudo mais constante, as empresas com melhores mecanismos de governança, segundo os critérios do IGOV, apresentaram melhor desempenho financeiro em 2008. Porém, os resultados não podem ser considerados robustos, uma vez que somente foi verificada significância estatística (ao nível de 10%) na relação entre o IGOV e a variável ROA, sugerindo que a relação positiva depende da medida de *performance* considerada.

A listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa se relacionou negativamente com os indicadores de desempenho no período. A relação negativa foi significativa ao nível de 5% em relação ao indicador ROA e ao nível de 1% em relação ao indicador ROE. Com relação às demais variáveis de desempenho (EBITDA e QTOBIN) a relação não foi significativa. Portanto, os resultados mostram que, tudo mais constante, a listagem nos níveis diferenciados da Bovespa, em média, se relacionou negativamente com o desempenho financeiro das empresas em 2008. Contudo, os resultados também não podem ser considerados robustos, haja vista que a relação negativa não foi significativa com todas as variáveis de desempenho.

Tabela 23 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2008

	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	0,003 (1,02)	0,006* (1,92)	0,017 (1,42)	0,014 (1,20)
NM	-0,026 (-1,15)	-0,046** (-2,12)	-0,286*** (-3,01)	-0,036 (-0,42)
ADR	-0,016 (-0,60)	-0,053* (-1,78)	-0,339** (-1,99)	0,006 (0,06)
TAM	-0,003 (-0,39)	0,001 (0,08)	0,003 (0,16)	-0,084*** (-3,16)
ALAV	-0,001** (-2,11)	-0,044 (-0,92)	0,001 (1,19)	0,650*** (4,88)
LIQ	0,010* (1,67)	0,011* (1,66)	0,056*** (2,64)	0,065*** (3,03)
EST	-0,051 (-1,38)	-0,026 (-0,93)	-0,175 (-1,10)	-0,140 (-1,01)
IND	-0,015 (-0,49)	-0,055*** (-2,51)	-0,288** (-2,37)	-0,303*** (-2,58)
CONST	-0,083*** (-2,83)	-0,075*** (-3,56)	-0,322*** (-2,57)	-0,45*** (-4,00)
CONSCICL	-0,024 (-0,82)	-0,058*** (-2,58)	-0,106 (-1,06)	-0,223** (-2,02)
CONSNICL	-0,044 (-1,42)	-0,108*** (-4,42)	-0,237** (-2,26)	-0,182 (-1,57)
MATBAS	-0,024 (-0,81)	-0,113*** (-3,80)	-0,353*** (-2,85)	-0,308*** (-2,75)
PETR	-0,069 (-1,06)	-0,041 (-1,16)	-0,874 (-1,55)	0,120 (0,60)
TEC	-0,039 (-0,82)	-0,051 (-1,50)	-0,158 (-1,41)	-0,382** (-2,13)
TELE	0,023 (0,61)	-0,056** (-2,41)	-0,209* (-1,84)	-0,042 (-0,29)
Intercepto	0,214* (1,63)	0,121 (0,73)	0,433 (1,18)	1,700*** (3,75)
R ² Ajust	0,091	0,116	0,135	0,237
Prob (F)	0,010	0,003	0,000	0,000
Prob (White)	0,177	0,002	0,080	0,187
Prob (JB)	0,001	0,335	0,000	0,086

As variáveis dependentes estão nas colunas e as variáveis explicativas nas linhas. Os números entre parênteses indicam o valor da estatística *t*. Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente. Nos modelos em que o teste de White rejeitou a hipótese de homocedasticidade a um nível de significância de 5%, os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas. O número de observações da amostra em cada modelo é o seguinte: EBITDA (172), ROA (168), ROE (182), QTOBIN (172). O tamanho da amostra variou em função da disponibilidade de dados e da presença de observações extremas.

Quanto à variável ADR, os resultados não são claros. A variável de governança se relacionou negativamente com os indicadores EBITDA, ROA e ROE, com significância estatística de 10% e 5% contra os dois últimos. Já a relação entre

ADR e QTOBIN foi positiva, sem significância estatística. Nas regressões sem as variáveis de controle, os resultados divergentes permaneceram.

As variáveis de controle importantes em todas as regressões foram liquidez das ações (LIQ) e setor de construção (CONST), apresentando relação significativa com todas as variáveis de desempenho.

A Tabela 24 apresenta os resultados dos modelos sem a inclusão das variáveis de controle. Nota-se que, no geral, as relações com significância estatística verificadas nos modelos completos se mantiveram nos modelos alternativos, a exemplo da relação positiva entre ROA e IGOV e das relações negativas entre NM e as variáveis ROA e ROE ou entre ADR e ROE, sugerindo que esses relacionamentos estão bem definidos nos dados.

Tabela 24 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2008 sem a inclusão das variáveis de controle*

	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	0,003 (1,29)	0,007** (2,36)	0,024** (2,01)	0,020 (1,19)
NM	-0,038** (-1,97)	-0,043* (-1,85)	-0,285*** (-3,10)	-0,086 (-0,85)
ADR	0,017 (0,85)	-0,022 (-0,88)	-0,216** (-2,16)	0,087 (0,82)
Intercepto	0,098*** (4,69)	-0,003 (-0,13)	-0,020 (-0,22)	0,176* (1,70)
R² Ajust	0,031	0,016	0,041	0,015
Prob (F)	0,037	0,129	0,014	0,130
Prob (White)	0,089	0,781	0,389	0,762
Prob (JB)	0,760	0,036	0,000	0,000

(*) Ver observações da Tabela 23.

4.2.2.3 Governança Corporativa e Risco em 2008

Os resultados das regressões entre as variáveis de risco e de governança em 2008 são exibidos na Tabela 25.

Pelos dados da tabela, observa-se que em 2008 o índice de governança (IGOV) se relacionou negativamente com os betas das empresas da amostra obtidos a partir de dados históricos de 12, 48 e 60 meses (BETA12, BETA48 e BETA60, respectivamente), mas sem significância estatística. Em relação ao beta de 24 meses (BETA24) o coeficiente do IGOV foi positivo, também sem significância estatística. Portanto, apesar de que a maioria dos coeficientes dos betas apresentou sinal

negativo, os resultados não fornecem indicação robusta para confirmar a hipótese de que boas práticas de governança influenciam a redução do risco sistemático da empresa.

Tabela 25 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2008

	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	-0,113 (-0,73)	0,014 (0,88)	-0,005 (-0,53)	-0,015 (-1,09)	-0,029*** (-3,07)
NM	0,202* (1,90)	0,128 (1,24)	0,033 (0,43)	0,054 (0,61)	0,043 (0,64)
ADR	-0,110 (-0,94)	-0,005 (-0,05)	0,052 (0,72)	0,095 (1,24)	0,075 (0,99)
TAM	-0,049* (-1,91)	-0,054** (-2,33)	-0,013 (-0,57)	-0,006 (-0,21)	-0,092*** (-4,92)
ALAV	-0,0115 (-0,09)	-0,030 (-0,16)	-0,001 (-0,22)	0,001 (0,17)	0,002 (1,37)
LIQ	0,137*** (5,55)	0,085*** (3,32)	0,084*** (4,38)	0,085*** (3,96)	0,083*** (4,45)
EST	0,101 (0,57)	0,077 (0,52)	0,054 (0,54)	0,028 (0,28)	0,078 (0,741)
IND	0,087 (0,61)	0,027 (0,21)	0,150 (1,62)	0,107 (1,12)	0,052 (0,54)
CONST	0,237* (1,81)	0,185 (1,48)	0,169* (1,66)	0,123 (0,88)	0,309*** (3,74)
CONSCICL	-0,018 (-0,13)	0,022 (0,17)	0,167* (1,92)	0,071 (0,73)	0,196** (2,25)
CONSNICL	0,062 (0,47)	-0,125 (-1,00)	0,018 (0,18)	-0,073 (-0,68)	0,108 (1,26)
MATBAS	0,395*** (2,87)	0,382*** (3,14)	0,243*** (2,91)	0,180** (2,12)	0,213** (2,41)
PETR	0,421* (1,67)	0,361* (1,72)	0,172 (0,79)	0,131 (0,62)	0,297* (1,61)
TEC	0,139 (0,68)	0,201 (1,06)	0,416* (1,95)	0,318 (1,48)	0,038 (0,28)
TELE	0,095 (0,57)	0,084 (0,60)	-0,002 (-0,02)	-0,035 (-0,34)	0,032 (0,30)
Intercepto	1,673*** (3,69)	1,408*** (3,29)	0,972*** (2,51)	0,996** (2,22)	5,834*** (17,87)
R ² Ajust	0,332	0,394	0,461	0,466	0,310
Prob (F)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prob (White)	0,546	0,695	0,858	0,387	0,168
Prob (JB)	0,183	0,271	0,467	0,631	0,251

As variáveis dependentes estão nas colunas e as variáveis independentes nas linhas. Os números entre parênteses indicam o valor da estatística *t*. Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente. O número de observações da amostra em cada modelo é o seguinte: BETA12 (125), BETA24 (88), BETA48 (84), BETA60 (72), VOL (152). O tamanho da amostra variou em função da disponibilidade de dados e da presença de observações extremas.

Já nas regressões entre o IGOV e a volatilidade das ações (VOL), verificou-se uma relação negativa significativa estatisticamente ao nível de 1%. Dessa forma, os resultados sugerem fortemente que, tudo mais constante, as boas práticas de governança, em média, foram importantes para reduzir a volatilidade em bolsa das empresas da amostra em 2008. Essa constatação pode ser considerada relevante, haja vista que o ano de 2008 foi marcado por grande instabilidade no mercado financeiro e os resultados demonstraram que, mesmo nesse cenário adverso, as boas práticas de governança corporativa foram importantes para minimizar a incerteza dos investidores sobre a gestão dos ativos das companhias e reduzir a volatilidade do preço de suas ações.

A listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM), no geral, parece que não se associou de forma relevante com a variação do risco sistemático (BETA) ou com a volatilidade das ações em 2008. A exceção fica por conta da relação entre NM e BETA12, que foi positiva e significativa ao nível de 10%. Considerando o grande número de novas listagens nos segmentos diferenciados da bolsa ocorrida em 2007, e considerando que o BETA12 foi obtido somente a partir de dados de 2008, sem incluir informações de anos anteriores, esse resultado sugere que a adesão aos programas de governança da bolsa brasileira teve um efeito inverso ao esperado no risco das empresas.

Por sua vez, a variável de governança ADR não apresentou relação significativa com as variáveis de risco em 2008. Os sinais dos coeficientes foram ambíguos e sem significância estatística.

Vale observar a grande sensibilidade às variáveis de controle dos modelos construídos com a variável dependente BETA, uma vez que as relações entre governança e risco no geral se modificam dependendo da presença ou não dessas variáveis. Dentre elas, cumpre destacar a liquidez em bolsa (LIQ) que apresentou relação positiva significativa ao nível de 1% com todas as variáveis de risco. A relação positiva entre LIQ e BETA pode ser explicada pela composição do índice utilizado como *proxy* da carteira de mercado, que privilegia a liquidez de negociação na bolsa (ver seção 4.2.1.3). O setor de materiais básicos (MATBAS) também se relacionou significativamente com todas as variáveis de risco, evidenciando uma associação importante com a variação dos indicadores de risco no período.

A Tabela 26 apresenta os resultados dos modelos sem a inclusão das variáveis de controle. Como resultado importante, nota-se que a relação inversa

significativa entre boas práticas de governança e volatilidade das ações, indicada pelo coeficiente da variável IGOV na regressão contra VOL, se manteve, sugerindo que esse relacionamento está bem definido na amostra. Por outro lado, a relação entre BETA e IGOV foi positiva em todos os casos, diferentemente dos resultados verificados nos modelos completos, indicando que os modelos são bastante sensíveis à inclusão das variáveis de controle, em especial da variável LIQ, como comentado anteriormente. Por fim, percebe-se que a significância estatística da relação entre BETA12 e NM verificada no modelo completo não se manteve.

Tabela 26 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2008 sem a inclusão das variáveis de controle*

	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	0,024 (1,61)	0,041*** (2,84)	0,023** (2,22)	0,0236** (2,19)	-0,030*** (-3,11)
NM	0,102 (0,97)	0,027 (0,26)	-0,020 (-0,25)	-0,022 (-0,26)	0,117* (1,81)
ADR	0,117 (1,14)	0,046 (0,51)	0,128* (1,81)	0,155** (2,11)	0,041 (0,65)
Intercepto	0,355*** (2,59)	0,233* (1,77)	0,421*** (5,20)	0,427*** (5,12)	4,319*** (46,51)
R ² Ajust	0,074	0,166	0,190	0,252	0,056
Prob (F)	0,006	0,000	0,000	0,000	0,009
Prob (White)	0,777	0,660	0,691	0,926	0,007
Prob (JB)	0,311	0,080	0,104	0,167	0,306

(*) Ver observações da Tabela 25. Nos modelos em que o teste de White rejeitou a hipótese de homocedasticidade a um nível de significância de 5%, os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas.

4.2.3 Resultados de 2009

4.2.3.1 Matriz de Correlações em 2009

As tabelas a seguir apresentam os coeficientes de correlação entre pares das variáveis do estudo em 2009.

Tabela 27 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança em 2009

	IGOV	ADR	NM
IGOV	1.000	0.196***	0.700***
ADR		1.000	-0.133*
NM			1.000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

Assim como nos anos anteriores, as correlações da Tabela 27 indicam que quanto maior o índice de governança (IGOV) em 2009, maior a probabilidade de a empresa pertencer aos segmentos de listagem diferenciados da Bovespa (NM) ou de ser emissora de ADRs (ADR), confirmando a premissa de que as companhias que aderem a esses programas possuem melhores práticas de governança. A magnitude do coeficiente de correlação entre IGOV e NM (0,700) pode estar refletindo o fato de que o índice pontua alguns mecanismos que são obrigatórios para as empresas do Nível 2 e do Novo Mercado (ver comentário à Tabela 13).

Tabela 28 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e desempenho em 2009

	IGOV	ADR	NM	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	1.000	0.196***	0.700***	0.100	0.252***	0.093	0.228***
ADR		1.000	-0.133*	0.052	0.070	-0.020	-0.031
NM			1.000	0.065	0.142*	0.050	0.163**
EBITDA				1.000	0.653***	0.427***	0.083
ROA					1.000	0.627***	0.334***
ROE						1.000	0.220***
QTOBIN							1.000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

As correlações da Tabela 28 indicam que:

1. quanto maior o índice de governança (IGOV) maiores os indicadores de desempenho ROA e QTOBIN, corroborando a hipótese de que boas práticas de governança estão relacionadas com melhor desempenho financeiro. A correlação entre IGOV e as variáveis EBITDA e ROE também é positiva, porém sem significância estatística.
2. quanto maior a probabilidade de a empresa pertencer ao Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM), maiores os indicadores de desempenho ROA e QTOBIN, sugerindo que a listagem nos segmentos diferenciados da bolsa está relacionada com bons desempenhos financeiros na amostra.

Por sua vez, as correlações da Tabela 29 indicam que:

1. no geral, quanto melhores os indicadores de governança (IGOV, NM e ADR), maiores os betas (BETA) das empresas, indo contra a hipótese de que boas práticas

de governança se relacionam negativamente com o risco da empresa (ver comentário 1 da Tabela 15).

2. quanto melhores os indicadores de governança (IGOV e ADR), menor a volatilidade das ações (VOL), corroborando a hipótese de que boas práticas de governança se relacionam negativamente com o risco da empresa do ponto de vista do investidor não diversificado. A correlação entre NM e VOL também é negativa, porém sem significância estatística.

Tabela 29 - Coeficientes de correlação entre as variáveis de governança e risco em 2009

	IGOV	ADR	NM	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	1.000	0.196***	0.700***	0.303***	0.310***	0.395***	0.407***	-0.218***
ADR		1.000	-0.133*	0.236***	0.157*	0.390***	0.403***	-0.149*
NM			1.000	0.168*	0.224**	0.218**	0.144	-0.042
BETA12				1.000	0.712***	0.743***	0.661***	0.249***
BETA24					1.000	0.905***	0.872***	0.425***
BETA48						1.000	0.990***	0.427***
BETA60							1.000	0.309***
VOL								1.000

Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente.

4.2.3.2 Governança Corporativa e Desempenho em 2009

Os resultados das regressões entre as variáveis de desempenho e de governança em 2009 são exibidos na Tabela 30.

Os dados da tabela mostram que o índice de governança (IGOV) se relacionou positivamente com todas variáveis de desempenho. A relação positiva foi significativa estatisticamente com os indicadores ROA e QTOBIN, ambas ao nível de 5%. Portanto, os resultados indicam que, tudo mais constante, as empresas da amostra com melhores práticas de governança corporativa apresentaram, em média, melhor desempenho financeiro em 2009. Contudo, os resultados não podem ser considerados robustos, uma vez que a significância estatística da relação depende da medida de desempenho considerada.

A listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa se relacionou negativamente com as variáveis ROA, ROE e QTOBIN e positivamente com a variável EBITDA. Nenhuma relação foi significativa estatisticamente. Assim, não se pode afirmar que a listagem nos segmentos diferenciados da Bovespa foi importante para o

desempenho das empresas da amostra em 2009, uma vez que as relações verificadas foram ambíguas e sem significância estatística.

Tabela 30 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2009

	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	0,001 (0,33)	0,006** (2,19)	0,003 (0,80)	0,046** (2,16)
NM	0,004 (0,10)	-0,011 (-0,64)	-0,003 (-1,27)	-0,174 (-1,12)
ADR	-0,029 (-0,79)	0,003 (0,18)	0,001 (0,02)	-0,178 (-0,94)
TAM	0,037 (1,54)	0,015* (1,83)	0,009 (1,32)	-0,169*** (-3,39)
ALAV	-0,011*** (-5,23)	-0,028 (-0,59)	0,001 (0,04)	0,547*** (2,56)
LIQ	-0,015 (-1,13)	-0,008* (-1,77)	0,002 (0,33)	0,161*** (4,12)
EST	-0,079 (-1,57)	-0,338 (-1,44)	-0,103** (2,45)	-0,414 (-1,57)
IND	-0,017 (-0,29)	-0,012 (-0,50)	-0,043 (-1,24)	-0,500** (-2,33)
CONST	-0,017 (-0,34)	-0,003 (-0,14)	-0,068** (-2,11)	-0,462** (-2,33)
CONSCICL	0,004 (0,06)	-0,026 (-0,99)	-0,033 (-1,00)	-0,043 (-0,21)
CONSNICL	-0,017 (-0,25)	-0,028 (-1,17)	-0,082** (-2,34)	-0,151 (-0,71)
MATBAS	-0,053 (-0,93)	-0,039* (-1,71)	-0,110*** (-3,28)	-0,263 (-1,29)
PETR	0,162 (0,96)	-0,095 (-1,56)	-0,188*** (-3,02)	-0,187 (-0,48)
TEC	0,045 (0,68)	-0,017 (-0,42)	0,012 (0,22)	0,021 (0,06)
TELE	-0,010 (-0,15)	-0,079** (-2,41)	-0,182*** (-3,84)	-0,228 (-0,73)
Intercepto	-0,485 (-1,12)	-0,216 (-1,52)	0,050 (0,42)	3,492*** (4,07)
R ² Ajust	0,165	0,078	0,110	0,191
Prob (F)	0,000	0,019	0,003	0,000
Prob (White)	0,000	0,002	0,380	0,526
Prob (JB)	0,000	0,003	0,901	0,000

As variáveis dependentes estão nas colunas e as variáveis explicativas nas linhas. Os números entre parênteses indicam o valor da estatística *t*. Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente. Nos modelos em que o teste de White rejeitou a hipótese de homocedasticidade a um nível de significância de 5%, os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas. O número de observações da amostra em cada modelo é o seguinte: EBITDA (184), ROA (177), ROE (172), QTOBIN (185). O tamanho da amostra variou em função da disponibilidade de dados e da presença de observações extremas.

Da mesma forma, a relação entre a emissão de ADRs e desempenho não está bem definida nos dados da amostra. A variável ADR se relacionou negativamente com as variáveis EBITDA e QTOBIN e positivamente com as variáveis ROA e ROE, sendo que nenhuma das relações foi significativa estatisticamente.

As variáveis de controle tamanho da empresa (TAM), alavancagem financeira (ALAV) e liquidez em bolsa (LIQ) se relacionaram significativamente ao nível de 1% com a variável de desempenho QTOBIN. A variável ALAV também se relacionou significativamente ao nível de 1% com o indicador EBITDA, enquanto que os setores de materiais básicos (MATBAS), petróleo e biocombustíveis (PETR) e telecomunicações (TELE) apresentaram relação significativa ao nível de 1% com o indicador ROE.

A tabela 31 apresenta os resultados dos modelos sem a inclusão das variáveis de controle. Nota-se que as relações positivas e significativas entre o índice de governança e os indicadores de desempenho ROA e QTOBIN verificadas nos modelos completos se mantiveram nos modelos alternativos, sugerindo que esse relacionamento está bem definido nos dados. Ademais, os modelos alternativos mostram as mesmas relações ambíguas e sem significância estatística verificadas nos modelos completos entre as variáveis NM e ADR e os indicadores de desempenho.

Tabela 31 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de desempenho e governança em 2009 sem a inclusão das variáveis de controle*

	EBITDA	ROA	ROE	QTOBIN
IGOV	0,004 (0,66)	0,006*** (2,59)	0,004 (1,27)	0,050*** (2,54)
NM	0,004 (0,12)	-0,009 (-0,50)	-0,013 (-0,55)	-0,064 (-0,42)
ADR	0,019 (0,62)	0,001 (0,02)	-0,19 (-0,72)	-0,207 (-1,25)
Intercepto	0,049 (0,87)	-0,005 (-0,25)	0,085*** (3,36)	0,358** (2,30)
R² Ajust	-0,005	0,049	-0,005	0,045
Prob (F)	0,569	0,008	0,559	0,010
Prob (White)	0,028	0,078	0,380	0,719
Prob (JB)	0,000	0,000	0,562	0,000

(*) Ver observações da Tabela 30.

4.2.3.3 Governança Corporativa e Risco em 2009

Os resultados das regressões entre as variáveis de risco e de governança em 2009 são exibidos na Tabela 32.

Tabela 32 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2009

	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	-0,0111 (-0,70)	-0,009 (-0,70)	-0,009 (-0,94)	-0,006 (-0,61)	-0,026*** (-2,87)
NM	0,101 (1,01)	0,162* (1,89)	0,042 (0,58)	0,018 (0,25)	0,127** (1,99)
ADR	0,261** (1,97)	0,040 (0,36)	0,079 (1,08)	0,058 (0,83)	0,025 (0,33)
TAM	-0,010 (-0,34)	-0,043* (-1,72)	-0,014 (-0,59)	-0,005 (-0,38)	-0,067*** (-3,51)
ALAV	0,310 (1,47)	0,216 (1,21)	-0,001 (-0,43)	-0,001 (-0,23)	0,188** (2,14)
LIQ	0,109*** (4,18)	0,118*** (5,40)	0,087*** (5,10)	0,074*** (4,58)	0,043** (2,33)
EST	-0,047 (-0,26)	0,058 (0,38)	0,060 (0,60)	0,052 (0,55)	0,222** (2,06)
IND	0,298** (2,06)	0,111 (0,90)	0,181** (2,16)	0,183** (2,14)	0,295*** (3,10)
CONST	0,498*** (3,87)	0,310*** (2,79)	0,280*** (3,17)	0,196** (2,20)	0,450*** (5,47)
CONSCICL	0,332** (2,24)	0,082 (0,66)	0,232*** (2,77)	0,178** (2,27)	0,329*** (3,68)
CONSNICL	0,291** (2,16)	0,096 (0,83)	0,024 (0,25)	-0,102 (-0,11)	0,319*** (3,71)
MATBAS	0,554*** (4,03)	0,395*** (3,39)	0,246*** (2,92)	0,275*** (3,51)	0,495*** (5,59)
PETR	0,073 (0,31)	0,358 (1,56)	0,175 (0,76)	0,226 (1,10)	0,534*** (3,40)
TEC	0,174 (0,80)	0,217 (1,18)	0,221 (1,53)	0,501** (2,47)	0,303** (2,25)
TELE	-0,141 (-0,64)	0,008 (0,04)	0,007 (0,06)	0,027 (0,26)	0,308*** (2,58)
Intercepto	0,597 (1,09)	1,406*** (3,15)	1,002*** (2,52)	0,871** (2,33)	4,676*** (13,92)
R ² Ajust	0,396	0,387	0,471	0,508	0,317
Prob (F)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prob (White)	0,469	0,607	0,669	0,842	0,354
Prob (JB)	0,703	0,156	0,434	0,717	0,145

As variáveis dependentes estão nas colunas e as variáveis independentes nas linhas. Os números entre parênteses indicam o valor da estatística *t*. Os níveis de significância estatística de até 1%, 5% e 10% são indicados por ***, ** e *, respectivamente. O número de observações da amostra em cada modelo é o seguinte: BETA12 (126), BETA24 (123), BETA48 (106), BETA60 (83), VOL (151). O tamanho da amostra variou em função da disponibilidade de dados e da presença de observações extremas.

Pelos dados da tabela, observa-se que o índice de governança (IGOV) apresentou relação negativa com os betas das empresas da amostra em 2009, independentemente se o beta foi obtido a partir de dados históricos de 12, 24, 48 ou 60 meses (BETA12, BETA24, BETA48 e BETA60, respectivamente). Todavia, a relação negativa não foi significativa estatisticamente em nenhum dos casos. Nessas condições, não se pode afirmar que as boas práticas de governança corporativa exerceram influência significativa para a redução dos betas das empresas da amostra em 2009.

Já o relacionamento entre o índice de governança (IGOV) e a volatilidade das ações (VOL) foi negativo e significativo estatisticamente ao nível de 1%. Assim, quando o risco da companhia é representado pela volatilidade das ações, os resultados sugerem fortemente que, tudo mais constante, as empresas da amostra com melhores práticas de governança corporativa apresentaram, em média, menor risco em 2009.

A listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM) apresentou relação positiva com as variáveis BETA, porém com significância estatística somente em relação a BETA24 (10%). Como mostrado anteriormente (seção 4.2.2.3), em 2008, a relação entre IGOV e BETA foi significativa somente com o beta de 12 meses (BETA12), sendo uma relação também positiva. Tanto no BETA12 de 2008 quanto no BETA24 de 2009, os dados do ano de 2008 possuem um grande peso no cálculo dos coeficientes de risco sistemático. Assim, nota-se que as informações daquele ano podem estar sendo determinantes na significância estatística da influência da variável NM sobre BETA. Considerando que 2008 foi um ano de crise, com grandes oscilações na bolsa, os resultados sugerem que, em média, a listagem nos níveis diferenciados de governança da Bovespa não contribuiu para a redução do risco sistemático das empresas no período de crise, mas teve um efeito inverso.

Da mesma forma, a relação entre a listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM) e a volatilidade das ações (VOL) foi positiva e significativa estatisticamente ao nível de 5%. Assim, os resultados indicam que, tudo mais constante, a adesão aos segmentos diferenciados da bolsa, em média, provocou um efeito inverso ao esperado na percepção do risco das empresas pelos investidores não diversificados em 2009.

A emissão de ADRs apresentou relação positiva com todas as variáveis de risco, BETA e VOL, porém somente foi verificada significância estatística na

regressão com BETA12 (5%). Assim, os resultados sugerem que a variável ADR não foi importante para influenciar o risco das empresas em 2009.

Também nos resultados de 2009 observou-se que os modelos com a variável dependente representada pelos betas apresentaram grande sensibilidade à presença das variáveis de controle. A liquidez em bolsa (LIQ), como nos anos anteriores, apresentou significância estatística em todas as regressões, sendo ao nível de 5% em relação à volatilidade das ações (VOL) e de 1% em relação aos betas. Os setores econômicos de construção e transporte (CONST) e de materiais básicos (MATBAS) também foram importantes nos resultados. Por fim, cumpre ressaltar o excelente ajuste da regressão cuja variável dependente foi a volatilidade das ações (VOL), em que todas variáveis independentes, com exceção da variável ADR, apresentaram significância estatística nos níveis de 1% ou 5%.

Tabela 33 - Coeficientes das regressões entre as variáveis de risco e governança em 2009 sem a inclusão das variáveis de controle*

	BETA12	BETA24	BETA48	BETA60	VOL
IGOV	0,032** (2,07)	0,022 (1,65)	0,018* (1,90)	0,021** (2,22)	-0,025*** (-2,59)
NM	0,121 (1,07)	0,119 (1,26)	0,033 (0,43)	-0,024 (-0,30)	0,087 (0,24)
ADR	0,325** (2,10)	0,180** (1,95)	0,208*** (3,08)	0,162** (2,35)	-0,064 (-0,82)
Intercepto	0,010 (0,07)	0,343*** (2,62)	0,425*** (5,75)	0,423*** (5,61)	4,038*** (47,33)
R² Ajust	0,122	0,103	0,208	0,206	0,050
Prob (F)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,012
Prob (White)	0,036	0,695	0,284	0,402	0,196
Prob (JB)	0,066	0,102	0,034	0,071	0,432

(*) Ver observações da Tabela 32. Nos modelos em que o teste de White rejeitou a hipótese de homocedasticidade a um nível de significância de 5%, os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas.

A Tabela 33 apresenta os resultados das regressões sem a inclusão das variáveis de controle. Nota-se que as relações entre IGOV e BETA nos modelos alternativos foram positivas e significativas nas variáveis BETA12 (5%), BETA48 (10%) e BETA60 (5%), diferentemente dos modelos completos, cujos resultados evidenciaram relações negativas e sem significância estatística. Confirma-se, portanto, que as variáveis de controle são importantes na modelagem da relação entre IGOV e BETA, pois os resultados das regressões são bastante sensíveis à inclusão dessas variáveis.

Já a relação negativa e significativa a 1% entre IGOV e VOL se manteve nas regressões sem a presença das variáveis de controle, sugerindo mais uma vez que esse relacionamento está bem definido nos dados. Por outro lado, a relação significativa entre NM e VOL não foi verificada no modelo alternativo, embora tenha permanecido positiva.

4.3 Resumo dos resultados das regressões

Esta seção resume os resultados obtidos na pesquisa no que se refere ao sentido e à significância da relação estatística verificada entre as variáveis de interesse. As conclusões a respeito das hipóteses da pesquisa serão apresentadas em tópico posterior, após algumas considerações sobre a possibilidade de que a governança corporativa seja uma variável endógena.

A Tabela 34 apresenta o resumo dos resultados das regressões entre as variáveis de governança e desempenho:

Tabela 34 - Resumo dos resultados das regressões entre as variáveis de desempenho e as variáveis de governança corporativa

Variáveis de desempenho (dependentes)	Ano	Variáveis de governança (independentes)			Sinal esperado
		IGOV	NM	ADR	
EBITDA	2007	(+) **	(-) ***	(-) *	(+)
	2008	(+)	(-)	(-)	
	2009	(+)	(+)	(-)	
ROA	2007	(+) *	(-) ***	(-) **	(+)
	2008	(+) *	(-) **	(-)	
	2009	(+) **	(-)	(+)	
ROE	2007	(+)	(-) *	(-)	(+)
	2008	(+)	(-) ***	(-) ***	
	2009	(+)	(-)	(+)	
QTOBIN	2007	(+) **	(-)	(-) ***	(+)
	2008	(+)	(-)	(+)	
	2009	(+) **	(-)	(-)	

Os símbolos (+) e (-) representam os sinais observados nas regressões, enquanto que ***, ** e * representam os níveis de significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Pela Tabela 34, nota-se que o índice de governança corporativa (IGOV) se associou positivamente com o desempenho financeiro das empresas da amostra. Essa relação se mostrou mais significativa quando o desempenho foi medido pelo lucro operacional sobre o ativo total (ROA) ou pelo q de Tobin (QTOBIN). A variável IGOV apresentou relação positiva significativa estatisticamente com a variável ROA ao nível de 10% em 2007 e 2008 e ao nível de 5% em 2009. Já a relação entre IGOV e QTOBIN foi positiva e significativa estatisticamente ao nível de 5% em 2007 e 2009. Apesar de que a relação verificada entre IGOV e QTOBIN não foi significativa em 2008, pode-se considerar que a instabilidade econômica do período talvez tenha afetado essa relação, uma vez que o cálculo do q de Tobin leva em conta o valor de mercado das empresas. Isso porque, nos resultados de estudos anteriores e até mesmo nos resultados dos demais anos analisados nesta pesquisa, a relação entre governança e desempenho foi significativa nos casos em que o q de Tobin foi utilizado para representar a *performance* da empresa. Assim, os resultados sugerem que a utilização do q de Tobin como *proxy* para o desempenho em períodos de crise pode influenciar a significância dos resultados.

A variável IGOV, por outro lado, não apresentou nenhuma relação significativa com a variável ROE, enquanto que a relação com a variável EBITDA só foi significativa em 2007, confirmando os estudos anteriores que sugerem que a relação entre governança e desempenho depende da medida de *performance* considerada.

Percebe-se que os resultados mantiveram-se consistentes em todos os casos em que houve significância estatística, apresentando evidências de que, em média, as empresas que seguiram as recomendações dos principais códigos de governança nos quesitos divulgação e conteúdo das informações, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle, apresentaram melhor desempenho financeiro no período analisado.

A listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM), por sua vez, apresentou relação significativa estatisticamente contra variáveis de desempenho em 2007 e 2008. Em 2009, não foi observada relação significativa entre NM e as variáveis de desempenho. Particularmente, no ano de 2007 apresentou relações significativas com as variáveis EBITDA (1%), ROA (1%) e ROE (10%), enquanto que em 2008 foi verificada relação significativa com as variáveis ROA (5%) e ROE (1%). Em todas as regressões com significância estatística, o coeficiente da variável NM foi negativo, indicando que a listagem nos níveis diferenciados de governança da Bovespa pode

apresentar um efeito inverso ao esperado, ou seja, pode contribuir negativamente com o desempenho da companhia. Contudo, vale ter em mente que a análise dos coeficientes estimados por regressões multivariadas deve considerar tudo o mais constante. Assim, os coeficientes da variável NM representam o efeito líquido da listagem nos níveis diferenciados da Bovespa sobre as variáveis dependentes de desempenho, ou seja, fixando os valores das demais variáveis, inclusive a qualidade da governança corporativa representada de forma ampla pelo IGOV. Como se espera que a eventual influência da adesão ao Nível 2 ou Novo Mercado sobre o desempenho financeiro ocorra de forma indireta, mediante o aprimoramento das práticas de governança exigido das empresas signatárias, considerar o IGOV constante parece não capturar esse efeito, de modo que os resultados encontrados podem não representar corretamente a importância da listagem nos segmentos de governança da bolsa brasileira.

Da mesma forma, a variável ADR apresentou relação negativa com as variáveis de desempenho em todos os casos em que houve significância estatística. Nos modelos em que não houve significância estatística, os resultados foram ambíguos. Particularmente, no ano de 2007 a variável ADR apresentou relações significantes com as variáveis EBITDA (10%), ROA (5%) e QTOBIN (1%), enquanto que em 2008 somente foi verificada relação significativa com a variável ROE (1%). Em 2009, não foi observada relação significativa. Nessas condições, os resultados sugerem que a emissão de ADRs não se associou de forma relevante com o desempenho financeiro das empresas no período analisado. Não obstante, as mesmas considerações expostas acima sobre a análise dos resultados de regressões multivariadas, que considera tudo o mais constante, também se aplicam aos coeficientes estimados para a variável ADR.

Finalmente, ainda cabem algumas considerações sobre o comportamento das variáveis de controle nas regressões entre governança e desempenho. Observou-se que a variável LIQ apresentou relação positiva e significativa com as variáveis ROA, ROE e QTOBIN em todos os modelos testados, sugerindo que as empresas com ações mais líquidas apresentam, em média, melhor rentabilidade e maior valor de mercado.

A variável ALAV também se relacionou positivamente e significativamente com a variável QTOBIN em todos os modelos testados. Porém, nos modelos em que apresentou relação significativa com as demais variáveis de desempenho, essa relação foi negativa, principalmente com a variável EBITDA, de forma mais coerente com o

esperado. Esse comportamento conflitante pode ser devido à possível endogeneidade do nível de endividamento, conforme chama a atenção Silveira (2004). Modelando ALAV como uma variável endógena, mediante um sistema de equações simultâneas com quatro equações, o autor encontrou uma relação negativa entre o nível de endividamento e as variáveis de desempenho, indicando que um maior endividamento tende a ser associado com menor valor de mercado e pior desempenho.

Os setores econômicos, no geral, também se mostraram importantes nos modelos, em especial os setores de construção e transporte (CONST), materiais básicos (MATBAS) e consumo não cíclico (CONSNICL).

A Tabela 35, por sua vez, apresenta o resumo dos resultados das regressões entre as variáveis de governança e risco.

Tabela 35 - Resumo dos resultados das regressões entre as variáveis de risco e as variáveis de governança corporativa

Variáveis de risco (dependentes)	Ano	Variáveis de governança (independentes)			Sinal esperado
		IGOV	NM	ADR	
BETA12	2007	(+) *	(+)	(+)	(-)
	2008	(-)	(+) *	(-)	
	2009	(-)	(+)	(+) **	
BETA24	2007	(+) **	(+)	(-)	(-)
	2008	(+)	(+)	(-)	
	2009	(-)	(+) *	(+)	
BETA48	2007	(-) *	(+)	(+)	(-)
	2008	(-)	(+)	(+)	
	2009	(-)	(+)	(+)	
BETA60	2007	(-) *	(+)	(+)	(-)
	2008	(-)	(+)	(+)	
	2009	(-)	(+)	(+)	
VOL	2007	(-) ***	(-)	(+) ***	(-)
	2008	(-) ***	(+)	(+)	
	2009	(-) ***	(+) **	(+)	

Os símbolos (+) e (-) representam os sinais observados nas regressões, enquanto que ***, ** e * representam os níveis de significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Conforme os dados da tabela, no período analisado o índice de governança corporativa (IGOV) não apresentou relação significativa persistente com o comportamento dos betas da amostra, independentemente da extensão dos dados passados utilizados para a obtenção dos coeficientes de risco sistemático. Somente foram observadas relações significantes estatisticamente no ano de 2007, mesmo assim elas foram ambíguas. Algumas razões podem ter contribuído para irrelevância dos resultados:

- Dificuldade de se obter betas confiáveis no mercado brasileiro. Assaf Neto (2008) afirma que a aplicação do CAPM no Brasil não deve ser feita sem restrições. Segundo o autor, as imperfeições de nosso mercado financeiro podem afetar de forma significativa a qualidade do resultado apurado;
- A possibilidade de que as empresas que adotaram níveis diferenciados de governança corporativa tiveram suas ações valorizadas acima do mercado, de modo que a variação medida pelo beta não corresponderia ao risco associado da empresa, mas sim a um comportamento de maior valorização da ação em relação ao desempenho da carteira de mercado, conforme sugerem Salmasi e Martelanc (2009);
- A alta correlação positiva entre a liquidez em bolsa e os valores dos betas da amostra, que pode estar sendo determinada pela preferência que as empresas de mais alta liquidez têm na composição do índice utilizado como *proxy* da carteira de mercado, fazendo com que os betas das empresas com menor liquidez possivelmente estejam subavaliados;
- A possibilidade indicada pelos coeficientes de correlação entre os betas e os indicadores de governança de que o aprimoramento das práticas de governança seja uma das respostas das empresas a um eventual aumento do seu risco sistemático, invertendo o sentido da relação de causalidade considerado na pesquisa.

Portanto, pelos resultados apresentados, não foi verificada a possível relação inversa entre boas práticas de governança corporativa e o risco das empresas do ponto de vista de um investidor diversificado.

Em contraponto, os resultados demonstram que o índice de governança se associou de forma relevante com a variação da volatilidade anualizada das ações (VOL). Em todo período analisado, observou-se uma relação negativa e significativa estatisticamente ao nível de 1% entre IGOV e VOL, indicando fortemente que a adoção

de boas práticas de governança corporativa, em média, relaciona-se com uma menor volatilidade das ações, diminuindo o risco da empresa do ponto de vista do investidor não diversificado.

A listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa (NM) não apresentou coeficientes significativos persistentes nos modelos testados, indicando que a adesão aos segmentos diferenciados da Bovespa não se associou de forma relevante com a variação do risco da empresa, seja este medido pelo beta ou pela volatilidade das ações. Entretanto, a grande maioria dos coeficientes encontrados, inclusive os que apresentaram significância estatística, aponta para uma possível relação positiva entre NM e o risco da empresa.

Por sua vez, as relações entre as variáveis de risco e a variável ADR não foram conclusivas, apresentado, em geral, coeficientes ambíguos e sem significância estatística. Portanto, os resultados sugerem que, do ponto de vista do investidor, a emissão de ADRs não se associou de forma relevante com o risco das companhias.

Aqui também deve ser levado em conta que a análise do efeito das variáveis NM e ADR sobre os indicadores de risco mantendo a qualidade das práticas de governança constante pode não evidenciar corretamente a eventual influência da adesão a esses programas sobre o risco da empresa percebido pelo investidor.

Quanto às variáveis de controle, além da variável LIQ que, como discutido anteriormente, apresentou relação positiva e significativa em todos os modelos cujo risco foi representado pelos betas, observou-se também que a variável tamanho da empresa (TAM) apresentou relação negativa e significativa com a variável VOL, indicando que, em média, as ações de empresas maiores apresentaram menor volatilidade no período.

4.4 Governança corporativa como variável endógena

Os resultados das regressões apresentados nas seções anteriores consideram que a governança corporativa é exógena, ou seja, determinada independentemente do desempenho ou do risco da empresa. Essa abordagem assume que a possível relação de causalidade segue um sentido único: dos mecanismos de governança corporativa para o desempenho/risco da empresa. Contudo, conforme apresentado na seção 3.4.1, existe a possibilidade de que a governança corporativa seja uma variável endógena, fazendo com que a relação de causalidade também

ocorra no sentido inverso. Se a governança corporativa realmente for endógena, então os estimadores obtidos pelo método de MQO são viesados e inconsistentes, prejudicando a interpretação dos resultados das regressões.

Para isolar os efeitos de uma possível interdependência entre governança corporativa e desempenho/risco, normalmente se utiliza a modelagem econométrica de sistemas de equações simultâneas, estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários em dois estágios (MQ2E). Com base nessa abordagem, foram construídos sistemas de equações simultâneas a partir das variáveis dependentes que, conforme a seção anterior, apresentaram os resultados mais relevantes nas regressões isoladas: ROA, QTOBIN e VOL. Assumiu-se, então que essas variáveis de desempenho e risco (VDR), assim como o índice de governança (IGOV), seriam as variáveis endógenas dos sistemas, e as demais variáveis do estudo, as variáveis exógenas. As variáveis de controle empregadas na pesquisa foram também utilizadas como instrumentos para identificar as equações. Foram construídos quatro modelos para cada variável de desempenho/risco, diferenciados pelas respectivas variáveis instrumentais, que são: liquidez em bolsa e controle acionário no modelo (A); controle acionário e liquidez em bolsa no modelo (B); setor econômico e liquidez em bolsa no modelo (C); e alavancagem financeira e setor econômico no modelo (D). A forma geral dos sistemas testados, seguindo Bøhren e Ødegaard (2004), é a seguinte:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{VDR} = f(\text{IGOV}, \text{NM}, \text{ADR}, \text{Variáveis Controle}, \text{Variáveis Instrumentais}) \\ \text{IGOV} = f(\text{VDR}, \text{NM}, \text{ADR}, \text{Variáveis Controle}, \text{Variáveis Instrumentais}) \end{array} \right.$$

A primeira equação do sistema representa o desempenho/risco da empresa como função das práticas de governança corporativa, de maneira semelhante ao que foi realizado anteriormente nas regressões com equações isoladas. Por sua vez, a segunda equação representa a qualidade da governança corporativa sendo determinada pelas demais características da empresa. Assim, se os coeficientes da primeira equação, estimados conjuntamente com os da segunda equação ainda forem significativos, seria uma confirmação de que governança realmente exerce influência sobre o desempenho/risco das companhias (Leal, 2004).

Nas tabelas do Apêndice B são apresentados os resultados das estimativas por MQ2E para o ano de 2009 quanto ao sentido e à significância

estatística dos coeficientes. Cada tabela apresenta os coeficientes das duas equações do sistema, sendo que cada coluna representa um modelo distinto, (A), (B), (C) ou (D).

Pelos dados reportados, percebe-se que a maior parte dos coeficientes das variáveis de governança na primeira equação não foi significativa. A exceção ocorreu em dois sistemas com a variável QTOBIN, em que os coeficientes foram positivos e significativos ao nível de 1%, similar aos resultados obtidos por meio das equações isoladas. Porém, nos outros dois modelos testados com a variável QTOBIN, mas com diferentes variáveis instrumentais, os coeficientes se inverteram. Já nos modelos com as variáveis ROA e VOL, mesmo o sentido das relações indicado pelos sinais dos coeficientes não vai ao encontro dos resultados obtidos nas regressões com equações isoladas. Em todos os casos, os resultados gerais variaram bastante de acordo com o modelo testado, demonstrando sensibilidade às mudanças nas variáveis instrumentais. Os mesmos modelos foram aplicados aos dados de 2007 e 2008, obtendo ambiguidade e insignificância semelhante nos resultados, razão pela qual não foram reportados.

As estimativas dos sistemas de equações podem sugerir que a governança corporativa realmente não influencia o desempenho e o risco da empresa. Porém, considerando que não há um critério consagrado para a seleção das variáveis instrumentais e que vários argumentos podem ser defendidos a favor desta ou daquela, a confirmação dessa hipótese pelos resultados dos sistemas de equações pode restar prejudicada. Com efeito, Larcker e Rusticus (2008) chegam a demonstrar que uma escolha mal sucedida de variáveis instrumentais pode conduzir a estimativas extremamente enviesadas e a inferências estatísticas falsas, sendo o modelo assim construído pior do que se fosse simplesmente estimado por MQO. Nesses casos, os autores salientam que o estimador de MQ2E não deve ser usado para substituir os resultados de MQO ou mesmo para reforçá-los, ainda que as duas estimativas apresentem sinais e magnitudes similares. Então, tendo em vista as estimativas ambíguas e pouco significativas dos sistemas de equações, e a ausência de teoria que fundamente a escolha das variáveis instrumentais, pode-se considerar que os resultados da pesquisa se enquadram nas situações descritas por Bøhren e Ødegaard (2004) que não permitem afirmar que uma modelagem econométrica de sistemas de equações simultâneas é superior ao uso de equações isoladas para explicar a relação entre governança corporativa, desempenho e risco da empresa.

Não obstante, os resultados reforçam a necessidade do desenvolvimento de uma teoria de governança corporativa que possa ser testada empiricamente e que defina explicitamente quais mecanismos realmente importam, se são endógenos ou exógenos, como eles interagem entre si e qual sua relação com a *performance* das companhias. Ou seja, uma teoria parcimoniosa, geral e precisa, que consiga explicar as práticas de governança corporativa e prever suas consequências em um âmbito global (Judge, 2009:iii), de modo que os problemas econométricos possam ser tratados com correção.

5. Considerações sobre as hipóteses da pesquisa

Levando em conta as regressões multivariadas com equações isoladas, os resultados permitem as seguintes considerações a respeito das hipóteses da pesquisa sobre a relação entre governança corporativa, desempenho e risco da empresa:

- Os resultados apresentaram evidências de que as boas práticas de governança corporativa, representadas pelo índice de governança (IGOV), se relacionam positivamente com o desempenho financeiro da empresa. Das variáveis de desempenho testadas, os indicadores de lucro operacional sobre o ativo total (ROA) e q de Tobin (QTOBIN) tiveram os resultados mais consistentes e significativos no período analisado, sugerindo que, em média, a adoção de melhores práticas de governança exerce influência positiva sobre esses indicadores. Por sua vez, os indicadores lucro líquido sobre o patrimônio líquido (ROE) e Ebitda sobre o ativo total (EBITDA) também apresentaram relação positiva com o IGOV, porém sem significância estatística. Assim, pode-se rejeitar a hipótese nula de que a adoção de boas práticas de governança corporativa é irrelevante para o desempenho das companhias quando este é representado pelo lucro operacional sobre o ativo total (ROA) ou pelo q de Tobin (QTOBIN) e assumir como resultado a hipótese alternativa 1 da pesquisa para os modelos com significância, confirmando as recomendações dos códigos de governança. Todavia, vale salientar que a robustez dos resultados não pode ser garantida, uma vez que a relação positiva e significativa entre o índice de governança e o desempenho financeiro da empresa não foi verificada em relação a todos os indicadores de desempenho testados.

- O IGOV apresentou relação negativa e significativa com a volatilidade das ações (VOL), sugerindo fortemente que, em média, as ações de empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentaram menor volatilidade no período analisado. Dessa forma, pode-se rejeitar a hipótese nula de que o IGOV não exerce influência sobre o risco da empresa do ponto de vista de um investidor não diversificado, representado pela volatilidade do retorno das ações, assumindo como resultado a hipótese alternativa 1, ou seja, as boas práticas de governança corporativa contribuem para reduzir o risco da empresa do ponto de vista de um investidor não diversificado.
- Quando o risco da empresa é considerado do ponto de vista de um investidor diversificado, representado pelo beta das empresas, os resultados da pesquisa não foram conclusivos. Nessas condições, não se pode rejeitar a hipótese nula de que as boas práticas de governança corporativa, representadas pelo IGOV, são irrelevantes para o risco da empresa do ponto de vista de um investidor diversificado.
- Os resultados sugerem que, no geral, a listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa se relacionou negativamente com o desempenho financeiro e positivamente com o risco da empresa, ou seja, apresentou um efeito inverso ao esperado no período analisado. Entretanto, a significância dos coeficientes não foi persistente nos modelos testados, ou seja, não se sustentou entre as diferentes medidas de desempenho e risco ou entre os diferentes períodos. Ademais, manter constante a qualidade das práticas governança corporativa nas regressões multivariadas pode não refletir corretamente a influência da adesão a esses segmentos sobre o desempenho e risco da empresa. Nessas condições, não se pode rejeitar a hipótese nula de que a listagem nos segmentos diferenciados de governança corporativa da bolsa brasileira é irrelevante para o desempenho ou para o risco da empresa.
- Por fim, a emissão de ADRs apresentou relações, no geral, ambíguas e sem significância estatística com as variáveis de desempenho e risco, de modo que também não pode rejeitar a hipótese nula de que a emissão de ADRs é irrelevante para o desempenho ou risco da empresa.

6. Conclusão

As discussões sobre governança corporativa surgiram da necessidade de se equacionar os interesses quase sempre divergentes envolvidos na gestão das corporações. A solução desses conflitos é considerada essencial para a credibilidade da empresa perante o mercado. Assegurar que as decisões de gestão sejam voltadas para o alcance de resultados capazes de remunerar suficientemente os recursos investidos, e não para a satisfação de objetivos próprios de grupos específicos, daria aos fornecedores de capital a confiança necessária para financiarem os projetos da firma, contribuindo para sua perenidade e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico da sociedade como um todo. Nessa linha, percebe-se que cada vez mais as companhias modernas preocupam-se em aprimorar suas práticas de governança corporativa, pois o senso comum indica que, assim, poderão melhorar o desempenho financeiro e reduzir o custo de capital, agregando valor ao negócio.

A presente pesquisa teve como objetivo verificar empiricamente se a adoção de boas práticas de governança corporativa tem influência significativa sobre o desempenho e o risco das empresas no mercado brasileiro. Para representar a qualidade da governança corporativa utilizou-se um índice amplo criado por Silveira (2004) que avalia os seguintes atributos: divulgação e conteúdo de informações, funcionamento do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle. Além do índice, considerou-se que a listagem no Nível 2 e Novo Mercado da Bovespa e a emissão de ADRs também seriam indicadores de boas práticas de governança corporativa.

Na avaliação das práticas de governança corporativa de uma amostra de companhias não financeiras listadas na Bovespa nos anos de 2007, 2008 e 2009, verificou-se que, segundo os critérios do índice de governança (IGOV), a maioria das empresas apresentou uma qualidade de governança corporativa considerada intermediária, com certa estabilidade no período. Entretanto, pôde-se observar também uma ligeira evolução das companhias classificadas com um bom nível de governança, assim como uma queda no número de empresas cujas práticas de governança foram consideradas ruins. Ademais, tomando-se como referência o trabalho de Silveira (2004), que originalmente aplicou o IGOV a uma amostra de empresas brasileiras no ano de 2002 utilizando praticamente os mesmos critérios deste estudo, percebe-se que, em média, houve uma grande melhoria na qualidade da governança das

empresas brasileiras na última década. Os resultados da pesquisa sugerem que uma evolução significativa das práticas de governança talvez não ocorra bruscamente, sendo um processo cujas consequências somente podem ser avaliadas em horizontes de tempo maiores.

Mediante a aplicação de regressões multivariadas do tipo seção transversal, estimadas por mínimos quadrados ordinários (MQO), verificou-se que o índice de governança corporativa (IGOV) se associou positivamente com o desempenho financeiro das empresas da amostra, sendo as relações mais significativas com os indicadores de lucro operacional sobre o ativo total (ROA) e q de Tobin (QTOBIN). Dessa forma, os resultados apresentam evidências a favor da assertiva difundida pelos códigos de governança e bem aceita pelo senso comum, de que as boas práticas de governança corporativa contribuem para melhorar o desempenho da firma. Entretanto, a robustez dos resultados não pode ser garantida, uma vez que a relação positiva e significativa entre o índice de governança e o desempenho financeiro não foi verificada em relação a todos os indicadores testados. Com efeito, a variável IGOV não apresentou relação consistente e significativa com os indicadores de desempenho lucro líquido sobre patrimônio líquido (ROE) e lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), confirmando os estudos anteriores que sugerem que a relação entre governança e desempenho depende da medida de *performance* considerada.

Os resultados da pesquisa também demonstraram que o índice de governança se associou de forma relevante com a variação da volatilidade das ações (VOL). Em todo o período analisado, o IGOV apresentou relação negativa e significativa com a variável VOL, indicando fortemente que a adoção de boas práticas de governança corporativa, em média, relaciona-se com uma menor volatilidade das ações, diminuindo o risco da empresa do ponto de vista de um investidor não diversificado. Esse resultado é importante, pois sugere que as empresas com melhores práticas de governança são mais bem vistas pelo mercado como alternativas de investimento no longo prazo. De fato, a disponibilidade de informações precisas e confiáveis, a presença de um conselho de administração eficiente e comprometido com os objetivos da firma, assim como outras boas práticas de governança corporativa, auxiliam os investidores na avaliação das potencialidades da companhia e da sua capacidade de geração futura de lucros. Em consequência, as oscilações especulativas

no preço das ações tendem a diminuir, possibilitando à empresa captar recursos a custos mais atrativos.

Em contrapartida, os resultados da pesquisa não evidenciaram a possível relação inversa entre boas práticas de governança corporativa e o risco das empresas do ponto de vista de um investidor diversificado, medido pelo beta do CAPM. Dentre as razões que podem explicar a irrelevância dos resultados, pode-se destacar a dificuldade de se obter betas confiáveis no Brasil, devido às imperfeições características do mercado nacional. Diretamente relacionado a esse problema, existe a possibilidade de que as empresas que adotaram níveis diferenciados de governança corporativa apresentaram retornos anormais no período analisado. Adicionalmente, deve-se ressaltar a inexistência de índices capazes de representar corretamente a carteira de mercado. Tais fatores prejudicam a interpretação do beta como medida do risco associado à companhia.

Outro resultado importante da pesquisa foi que, no geral, a listagem no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa se relacionou negativamente com o desempenho financeiro e positivamente com o risco da empresa, ou seja, apresentou um efeito inverso ao esperado no período analisado. Entretanto, a significância dos coeficientes não foi persistente nos modelos testados, isto é, não se sustentou entre as diferentes medidas de desempenho e risco ou entre os diferentes períodos, de modo que os resultados não podem ser considerados conclusivos. Silveira (2004) encontrou evidências semelhantes, ou seja, uma relação contrária à esperada, porém sem significância estatística. O autor salientou que esse resultado não significaria automaticamente que a adesão é irrelevante, e o atribuiu ao fato de que, à época, existiam poucas empresas listadas nesses segmentos. Para o presente estudo, outra explicação também parece ser razoável. Espera-se que o efeito da adesão a esses segmentos no desempenho e risco da empresa ocorra de forma indireta, por meio do aprimoramento das práticas de governança das empresas signatárias, e não mediante a simples negociação das ações da firma com o selo dos níveis de governança diferenciados. Nas análises dos resultados de regressões multivariadas, a interpretação do efeito de cada variável explicativa sobre a variável dependente deve considerar tudo o mais constante. Assim, nesta pesquisa, o efeito da listagem nos níveis de governança da Bovespa deve ser interpretado mantendo constantes as demais variáveis do modelo testado, inclusive a qualidade das práticas de governança representada de maneira ampla pelo índice de governança. Ou seja, no exame dos

resultados deve ser levado em conta que o coeficiente da variável NM representa somente o efeito líquido sobre o desempenho e o risco decorrente da melhoria na qualidade da governança não capturada pelo IGOV. Uma vez que algumas das boas práticas exigidas pela bolsa são contempladas no índice, pode ser que esse efeito líquido realmente não seja importante, o que não quer dizer que a adoção das boas práticas de governança exigida das empresas listadas nesses níveis, em um sentido geral, também não seja. Argumento semelhante pode ser utilizado para explicar os resultados da pesquisa em relação à emissão de ADRs, que apresentou relacionamentos ambíguos e sem significância estatística com as variáveis de desempenho e risco, sugerindo que o efeito líquido da adesão a esse tipo de programa, isto é, tudo o mais constante, inclusive a qualidade da governança corporativa, parece não influenciar a *performance* da empresa.

Quanto à possível endogeneidade dos mecanismos de governança, cuja consequência seria a inversão da relação de causalidade considerada na pesquisa, fazendo com que a *performance* também determinasse a qualidade das práticas de governança corporativa e não somente o contrário, verificou-se que, ao empregar uma modelagem econométrica de sistemas de equações simultâneas, estimados por mínimos quadrados ordinários em dois estágios (MQ2E), solução normalmente utilizada para lidar com essa situação, as relações significativas observadas nas regressões com equações isoladas, em geral, desapareceram. Alguns autores defendem que resultados como esses, em que as estimativas dos sistemas de equações não corroboram as encontradas por meio de equações isoladas, são evidências contrárias à provável influência da governança corporativa sobre o desempenho e o risco da empresa. Outros, porém, aos quais esta pesquisa se alinha, são céticos em relação a isso, haja vista que os resultados obtidos por meio de sistemas de equações são bastante sensíveis à escolha das variáveis instrumentais, de modo que uma escolha mal conduzida pode levar a estimativas extremamente viesadas e a inferências estatísticas falsas. Uma vez que o emprego correto da técnica econométrica exige que a escolha das variáveis instrumentais possua fundamentos teóricos e que, até o momento, não existe teoria consagrada na área de governança corporativa que possa subsidiar a escolha, pode-se considerar que uma modelagem econométrica de sistemas de equações simultâneas não é necessariamente superior ao uso de equações isoladas para explicar a relação entre governança corporativa, desempenho e risco da empresa. Não obstante, os resultados

reforçam a necessidade do desenvolvimento de uma teoria de governança corporativa que possa ser testada empiricamente e que defina explicitamente quais mecanismos realmente importam, se são endógenos ou exógenos, como eles interagem entre si e qual sua relação com a *performance* das companhias, de modo que os problemas econométricos possam ser tratados com correção.

Como possíveis aspectos a serem abordados em trabalhos posteriores, pode-se sugerir a construção de índices de governança que avaliem, além dos atributos contemplados pelo IGOV, outros mecanismos que têm ganhado importância recentemente, como a existência de comitês de governança e de remuneração, possibilidade de voto por procuração e *poison pills*, bem como que considerem as recomendações da versão mais atualizada do código de governança do IBGC, de setembro de 2009. Além disso, o efeito da adesão aos segmentos de governança da Bovespa sobre o desempenho da empresa merece ser melhor compreendido, talvez considerando horizontes de tempo maiores ou utilizando outras técnicas econométricas, uma vez que é crescente o número de empresas listadas nesses níveis. Não obstante, parece que a maior lacuna nos estudos sobre governança corporativa encontra-se no campo teórico, de modo que, enquanto esse lado não for suficientemente desenvolvido, os resultados dos estudos empíricos podem continuar não sendo consistentes.

Por fim, percebe-se que apesar de as práticas recomendadas serem bastante difundidas e bem aceitas pelos participantes do mercado, buscando atingir o objetivo louvável de promover o alinhamento de interesses na gestão das corporações e garantir o retorno dos investimentos realizados pelos fornecedores de capital, não é raro o mundo corporativo se deparar com episódios lamentáveis de fraudes contábeis e de desrespeito aos interesses dos investidores, seja em pequenas ou em grandes empresas, privadas ou estatais, demonstrando que o tema governança corporativa ainda possui campo bastante amplo para ser explorado, tanto no âmbito acadêmico quanto no institucional, principalmente pelos órgãos com alguma responsabilidade ou interesse no bom funcionamento dos sistemas econômicos.

Referências bibliográficas

- ADAMS, R.; FERREIRA, D. A theory of friendly boards. **Journal of Finance**, v. 62, p. 217-250, 2007.
- AGRAWAL, A. KNOEBER, C. 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.
- AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of Good Governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 176-387, 2009
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, 1972.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- ASHBAUGH-SKAIFE, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance, risk an cost of equity. **Working Paper**. University of Wisconsin – Madison and University of Iowa, 2009. <Disponível em http://www.mcombs.utexas.edu/dept/accounting/ACL-gov_and_risk%20-%20Collins.1.pdf>
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- ASX, ASX CORPORATE GOVERNANCE COUNCIL. **Corporate governance principles and recommendations with 2010 amendments**. 2. Ed. Australia: ASX, 2007. <Disponível em http://www.asx.com.au/about/pdf/cg_principles_recommendations_with_2010_amendments_marked_up.pdf>
- BARNHART, S.; ROSENSTEIN, S. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. **The Financial Review**, n. 33, p. 1-16, November, 1998.
- BARONTINI, R.; SICILIANO, G. **Equity prices and the risk of expropriation: an analysis of the Italian stock market**. ECGI-Finance Working Paper n. 24, 2003. <Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=443220>>
- BARRET, P. Achieving better practice corporate governance in the public sector. **Australian National Audit Office**. Jun, 2002. <Disponível em www.anao.gov.au>
- BAYSINGER, B. D; HOSKISSON, R. E. The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. **Academy of Management Review**, n. 15, 1990.
- BEASLEY, M. S. An empirical analysis of the relation between board of director composition and financial statement fraud. **The Accounting Review**, v. 71, n. 4, p. 443-465, October, 1996.
- BERLE, Adolf Jr.; MEANS, Gardiner. The modern corporation and private property. New York: Macmillan Publishing Company, 1932. 396 p.
- BHAGAT, S.; BLACK, B. The uncertain relationship between board composition and firm performance. **Business Lawyer**, v. 54, p. 921-963, 1999.

BØHREN, Øyvind; ØDEGAARD, Bernt Arne. **Governance and performance revisited**. ECGI - Finance Working Paper No. 28/2003; EFA 2003 Annual Conference Paper No. 252, Fevereiro 2004. <Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=423461>>

BÖRSCH-SUPAN, A. KÖKE, J. An applied econometrician's view of empirical corporate governance studies. **ZEW discussion paper nº 00-17**, 2000. <Disponível em <http://ssrn.com/abstract=373383>>.

BRASIL. Decreto nº 6.021, de 22/1/2007. Cria a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União - CGPAR, e dá outras providências.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. United Kingdom: Cambridge, 2002

CARLSSON, R. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. New York: John Wiley & Sons, 2001. 307 p.

CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v.3, n.1, 2005.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n.3, p.19-32, jul./set. 2002.

_____. **Efeitos da migração para níveis de governança da Bovespa**. São Paulo, 2003. <Disponível em www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/usp niveis.pdf>

CHEN, K. C. W.; WEI, K. C. J.; CHEN, Z. **Disclosure, corporate governance, and the cost of equity capital: evidence from Asia's emerging markets**. Working Paper. June, 2003 <Disponível em [SSRN: http://ssrn.com/abstract=422000](http://ssrn.com/abstract=422000)>

CHENHALL, R., MOERS, F. The issue of endogeneity within theory-based, quantitative management accounting research. **European Accounting Review**, v. 16, n. 1, p. 173–195, 2007.

CHUNG, K. H. PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**. v. 23, n. 3, Autumn, 1994, p. 70-74.

COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, p. 386-405, 1937.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Junho, 2002. <Disponível em www.cvm.gov.br>

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. M.; SWEENEY, A. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions of the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v. 13, p. 1-36, 1996.

DUCHIN, R.; MATSUSAKA, J. G.; OZBAS, O. When are outside directors effective? **Journal of Financial Economics**, v. 96, p. 195-214, 2010.

EDWARDS, M.; CLOUGH, R. Corporate governance and performance: an exploration of the connection in a public sector context. In **Corporate Governance in the Public Sector: An Evaluation of its Tensions, Gaps and Potential**. Australia: University of Canberra, 2005. <Disponível em www.canberra.edu.au/corpgov-aps >

EISENBERG, T.; SUNDGREN, S.; WELLS, M. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**, v. 48, p.35-54, 1998.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: An Assessment and Review. **Academy of Management Review**. v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, June 1983. <Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=94034>>

FAMÁ, R. BARROS, L. A. B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 07, n. 4, outubro/dezembro 2000.

FICH, E. SHIVDASANI, A. Are busy boards effective monitors? **The Journal of Finance**, v. 61, n. 2, p. 689-724, 2006.

FRC, FINANCIAL REPORTING COUNCIL. **The UK Corporate Governance Code**. FRC, June, 2010. <Disponível em http://www.ecgi.org/codes/documents/uk_cgc_june_2010_en.pdf>

GOMPERS, P.A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**. p. 107-155. February, 2003

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 3. Ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.

HANSMANN, H. **The ownership of enterprise**. Cambridge: Harvard University Press, cap. 4, 1996. 384 p.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, v. 21, n. 4, p. 101-112, 1991.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 7-26, 2003.

HILL, R. C.; GRIFFITHS, W. E.; JUDGE, G. G. **Econometria**. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

IBGC, INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009.

ITTNER, C. LARCKER, D. Assessing empirical research in managerial accounting: A value-based management perspective. **Journal of Accounting and Economics**. JAE Rochester Conference, Jan. 2001. <Disponível em <http://ssrn.com/abstract=235797>>

JENSEN, M. Organization theory and methodology. **The Accounting Review**, v. 58, n. 2, p. 319-339, 1983.

JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, 2001a.

JENSEN, M. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1 ed. Harvard University Press, 2001b.

JENSEN, M.; MECKLING, W. The nature of man. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdã, v.11, n. 1-4, p.5-50, Apr. 1976.

JOHNSON, S. H.; BOONE, P. D.; BREACH, A.; FRIEDMAN, E. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis. **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, No. 1-2, January 1, 2000.

JOHNSON, S. A.; MOORMAN, T. C.; SORESCU, S. A reexamination of corporate governance and equity prices. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 9, p. 4753-4789, 2009.

JUDGE, W. Editorial: Toward a global theory of corporate governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 2, p. iii-iv, 2009.

KLAPPER, Leora; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 703-728, 2004.

KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, p. 367-373, June, 1983.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999a.

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate valuation. **Harvard Institute of Economics Research**. Paper nº 1882. Out., 1999b. <Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=192549>>

LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, October, 2000.

LARCKER, D.; RUSTICUS, T. On the use of instrumental variables in accounting research. **Working Paper**. Stanford Graduate School of Business 2008. <Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=694824>>

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, Feb. 2002.

LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração de Empresas da USP**, v.39, n.4, São Paulo, 2004.

MACEDO, F. Q.; MELLO, G. R.; TAVARES FILHO, F. **Adesão ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa e a percepção de risco e retorno das ações pelo mercado**. 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2006. <Disponível em www.congressosp.fipecafi.org/>

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MERCHANT, K. A.; VAN DER STEDE, W. A. **Management control systems: performance measurement, evaluation and incentives**. 2 Ed. England: Pearson Education Limited, 2007.

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

OECD, ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD principles of corporate governance**. Paris: OECD, 2004.

O'Shea, N. Governance how we've got where we are and what's next. **Accountancy Ireland**, v. 37, 2005

PINDICK, R; RUBINFELD, D. **Econometric Models and Economic Forecasts**. 4. Ed. Nova York: Irvin/McGraw-Hill, 1998.

RAHEJA, C. Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 40, p. 283-306, 2005.

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A.; SERCU, P. Corporate-governance ratings and company performance: a cross-european study. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 2, p. 87-106, 2010.

ROSENSTEIN, S.; WYATT, J. G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. **Journal of Financial Economics**, v. 26, n. 2, p. 175-191, August, 1990.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

SALMASI, Silvia V.; MARTELANC, R. Governança Corporativa e Custo de Capital Próprio no Brasil. **R. Cont. Ufba**, v.3, n.1, janeiro/abril, 2009.

SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. D. M. *Board interlocking* no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, p. 125-163, 2007.

SEWARD, J. K.; WALSH, J. P. The governance and control of voluntary corporate spin-offs. **Strategic Management Journal**, v. 17, n. 1, p. 25-39, 1996.

STERNBERG, E. The stakeholder concept: a mistaken doctrine. **Foundation for Business Responsibilities**, Issue Paper, n. 4, Nov, 1999.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004. <Disponível em www.teses.usp.br>

_____. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. C; FAMÁ, R. **Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. VII SEMEAD – Seminários em Administração, 2004. <Disponível em www.ead.fea.usp.br/semead/7semead/>

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **RBE**. Rio de Janeiro, Out/Dez, 2005.

WAGNER, J.; STIMPERT, L.; FUBARA, E. Board composition and organizational performance: two studies of insider/outsider effects. **Journal of Management Studies**, n. 35, p. 655-677, 1998.

WOOLDRIDGE, J.M. **Introductory Econometrics: A Modern Approach**. 2. Ed. Estados Unidos da América: South-Western College Pub, 2002.

YERMACK, D. Higher Market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n. 3, p. 185-213, 1996.

Anexo 1 – Racional e critérios adotados para elaboração do índice de governança corporativa (IGOV)

O índice de governança corporativa foi criado por Silveira (2004). O racional de cada pergunta segue o trabalho do autor. Por sua vez, os critérios adotados para pontuação, quando necessário, foram adaptados para este trabalho.

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 a partir do próprio site, seja por meio de acesso remoto, via *download* do documento ou Relatório Anual *online*. Observou-se que várias empresas estão substituindo o Relatório Anual pelo Relatório de Sustentabilidade, com as mesmas características, porém mais abrangente, razão pela qual esses relatórios também foram considerados. Como critério para distribuir a pontuação entre os anos avaliados, foi verificada a possibilidade de acesso ao Relatório de cada ano separadamente.

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 imobiliários?

Racional – A questão visa 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. 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. Cada empresa recebeu a mesma pontuação para todos os anos avaliados, dependendo das informações disponíveis no site no momento da coleta dos dados.

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

Racional – A questão visa 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. Como critério para distribuir a pontuação entre os anos avaliados, foi verificada a existência de apresentações realizadas em cada um dos exercícios.

Pergunta 4 – O *website* é bilíngue 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 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.

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

Racional – Uma aproximação sobre o nível da 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 ou Relatório de Sustentabilidade sobre 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 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 à 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 ADRs 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.). Quanto a essa questão, vale salientar que, segundo novas regras emitidas pela CVM, a partir de 2010 todas as empresas de capital aberto serão obrigadas a explicar de forma bem mais detalhada a remuneração da diretoria e do conselho de administração. Assim, essa questão poderá não fazer mais sentido na composição do IGOV em futuros trabalhos que cubram o ano de 2010 e seguintes.

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 da ROE, etc.), elaborados 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. A Demonstração de Valor Adicionado (DVA) não foi considerada como métrica de valor, pois, 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.

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.

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 IBGC⁸ 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 – O percentual de conselheiros externos integrantes do conselho de administração é superior à mediana da amostra?

Racional – Praticamente todos os códigos de governança ressaltam a importância de um conselho de administração composto por uma maioria de membros externos (não

⁸ A nova versão do código do IBGC, de setembro de 2009, recomenda que o conselho de administração tenha no mínimo 5 e no máximo 11 membros.

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)⁹. 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 a mediana da amostra em cada exercício avaliado, que foi: 83% em 2007 e 88% em 2008 e 2009.

Pergunta 14 – O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?

Racional – Os códigos de boas práticas de governança corporativa do IBCG¹⁰ e da CVM recomendam que o conselho de administração possua um mandato unificado de um ano. A ideia é que a reeleição do conselheiro não seja automática e que o mesmo somente seja reeleito após uma avaliação formal do seu desempenho.

⁹ 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”.

¹⁰ A nova versão do código do IBGC, de setembro de 2009, recomenda que o conselho de administração possua mandato unificado de 2 anos.

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 IBCG e da CVM, além de ser uma exigência da Bovespa para adesão da empresa ao Novo Mercado. A ideia 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.

Pergunta 18 – O percentual de ações ordinárias em posse do(s) controlador(es) é menor que a mediana da amostra?

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) possuía(iam) menos que 62% em 2007 e 60% em 2008 e 2009 do total de ações ordinárias. Esses percentuais foram definidos em função da mediana obtida na amostra do estudo, visando a separar as empresas em dois grupos.

Pergunta 19 – Não há diferença entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa do(s) controlador(es)?

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 que não apresentaram diferença entre o percentual de ações ordinárias e o percentual do total de ações em posse dos controladores, assim como às empresas em que essa diferença foi negativa.

Pergunta 20 – A empresa concede *tag along* aos detentores de ações preferenciais?

Racional – O *tag along* consiste no direito de o 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 das 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) ¹¹.

¹¹ 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 A – Índice de Governança para as empresas da amostra

2007

Empresa	IGOV
Lojas Renner	17
Rossi Resid	17
Eternit	17
Bematech	17
Embraer	16
Sabesp	16
B2W Varejo	16
Inds Romi	16
Abnote	16
Petrobras	15
Sid Nacional	15
Telemar	15
Gol	15
BRF Foods	15
Gafisa	15
Tractebel	15
Localiza	15
Dasa	15
CC Des Imob	15
Copasa	15
Wilson Sons	15
Cremer	15
Eztec	15
Cr2	15
Vale	14
Tam S/A	14
CCR Rodovias	14
Copel	14
Gerdau Met	14
JBS	14
Positivo Inf	14
Light S/A	14
Sao Martinho	14
OHL Brasil	14
Lupatech	14
Weg	14
Rodobensimob	14
Log-In	14
M. Diasbranco	14
Totvs	14
JHSF Part	14
Metalfrio	14
Providencia	14
Kroton	14
BHG	14
Cyrela Realty	13
Natura	13
Sadia S/A	13
CPFL Energia	13
Energias BR	13
MMX Miner	13
PDG Realt	13
MRV	13

Empresa	IGOV
Fer Heringer	13
Csu Cardsystem	13
Lopes Brasil	13
Joao Fortes	13
Cia Hering	13
Marfrig	13
SLC Agricola	13
Minerva	13
Triunfo Part	13
Lojas Marisa	13
Trisul	13
BR Brokers	13
Gerdau	12
Net	12
Brasil T Par	12
Unipar	12
Uol	12
Odontoprev	12
Grendene	12
Renar	12
Profarma	12
Tegma	12
Guarani	12
Springs	12
Amil	12
Paranapanema	12
All Amer Lat	11
Cemig	11
Cosan	11
Brasil Telec	11
Souza Cruz	11
Tecnisa	11
Ecodiesel	11
Brookfield	11
Kepler Weber	11
Even	11
Santos Bras	11
Inpar S/A	11
Anhanguera	11
Saraiva Livr	11
Drogasil	11
Ambev	10
Tim Part S/A	10
Braskem	10
Eletobras	10
Vivo	10
P.Acucar-Cbd	10
Suzano Papel	10
Celesc	10
Tupy	10
Duratex	10
Ampla Energ	10

Empresa	IGOV
Coelba	10
Helbor	10
Cesp	9
Lojas Americ	9
Eletropaulo	9
Klabin S/A	9
Tran Paulist	9
Comgas	9
Randon Part	9
Marcopolo	9
Guararapes	9
Plascar Part	9
Contax	9
Acos Vill	9
Alpargatas	9
Metal Leve	9
Elektro	9
Usiminas	8
Aracruz	8
Telesp	8
Confab	8
AES Tiete	8
Fosfertil	8
Coelce	8
Fras-Le	8
GPC Part	8
Sanepar	8
Tenda	8
Embratel Part	8
Seb	8
Schlosser	8
Telemar N L	7
Telemig Part	7
M G Poliest	7
Mangels Indi	7
Elekeiroz	7
IGB S/A	7
Dixie Toga	7
Laep	7
Quattor Petr	6
Terna Part	6
Whirlpool	6
Bombril	6
Ferbasa	6
Recrusul	6
AES Elpa	6
Bardella	6
Hoteis Othon	6
Eucatex	6
Yara Brasil	6
Wlm Ind Com	6
Forjas Taurus	5
Coteminas	5

Empresa	IGOV
Brasmotor	5
Tectoy	5
Lix da Cunha	5
Cemar	5
Sansuy	5
Millennium	5
Tele Nort Cl	5
Emae	5
Grazziotin	5
Marisol	5
Fab C Renaux	5
Dimed	5
Fibam	5
Jereissati	4
Inepar	4
Teka	4
Pro Metalurg	4
Pet Manguinh	4
Pettenati	4
Trorion	4
Caf Brasilia	4
Karsten	4
Metal Iguacu	4
Aco Altona	4
Dohler	4
Ienergia	3
Cobrasma	3
Mundial	3
Hercules	3
Schulz	3
Haga S/A	3
Excelsior	3
Sultepa	3
Gazola	3
Doc Imituba	2
Estrela	2
Wetzel S/A	2
Sondotecnica	2
Sergen	2
Rasip Agro	1
Tex Renaux	1
Wiest	1
Dtcom Direct	1

2008

Empresa	IGOV
Rossi Resid	17
Eternit	17
Bematech	17
Petrobras	16
B2W Varejo	16
Lojas Renner	16
CPFL Energia	16
Dasa	16
Cyre Com-Ccp	16
Inds Romi	16
Equatorial	16
Vale	15
Sid Nacional	15
BRF Foods	15
Gol	15
Embraer	15
Tractebel	15
Sabesp	15
Localiza	15
Copasa	15
CC Des Imob	15
Totvs	15
Eztec	15
Abnote	15
Llx Log	15
MPX Energia	15
Wilson Sons	15
Telemar	14
Gafisa	14
Copel	14
CCR Rodovias	14
Natura	14
Weg	14
Fer Heringer	14
Log-In	14
Magnesita SA	14
Sao Martinho	14
Cremer	14
M. Diasbranco	14
Rodobensimob	14
Drogasil	14
JHSF Part	14
BHG	14
Cr2	14
Metalfrio	14
Cyrela Realty	13
Sadia S/A	13
Tam S/A	13
JBS	13
MMX Miner	13
Energias BR	13
PDG Realt	13
Lupatech	13

Empresa	IGOV
Ecodiesel	13
SLC Agricola	13
Odontoprev	13
Minerva	13
Lopes Brasil	13
Hypermarcas	13
lochp-Maxion	13
Providencia	13
Joao Fortes	13
Kroton	13
Cia Hering	13
Sao Carlos	13
Renar	13
Trisul	13
Estacio Part	13
Profarma	13
Triunfo Part	13
Generalshopp	13
Brasilagro	13
Gerdau	12
Itausa	12
Net	12
Gerdau Met	12
Eletrabras	12
Cosan	12
Souza Cruz	12
Ultrapar	12
MRV	12
Positivo Inf	12
OGX Petroleo	12
Light S/A	12
Marfrig	12
OHL Brasil	12
BR Malls Par	12
Tecnisa	12
Amil	12
Lojas Marisa	12
Paranapanema	12
BR Brokers	12
Tegma	12
Grendene	12
Tempo Part	12
Guarani	12
Portobello	12
Cemig	11
All Amer Lat	11
Bradespar	11
Ambev	11
Braskem	11
Brasil T Par	11
Ideiasnet	11
Inpar S/A	11
Uol	11

Empresa	IGOV
Multiplan	11
Even	11
Iguatemi	11
Saraiva Livr	11
Helbor	11
Csu	11
Cardsystem	11
Springs	11
Usiminas	10
Cesp	10
Vivo	10
P.Acucar-Cbd	10
Brasil Telec	10
Klabin S/A	10
Suzano Papel	10
Celesc	10
Comgas	10
Unipar	10
Plascar Part	10
Brookfield	10
Anhanguera	10
Santos Brp	10
Duralex	10
Globex	10
Tim Part S/A	9
Tran Paulist	9
Randon Part	9
Contax	9
Minupar	9
Metal Leve	9
Le Lis Blanc	9
Lojas Americ	8
Aracruz	8
Eletropaulo	8
Fosfertil	8
Tenda	8
Telesp	8
Kepler Weber	8
AES Tiete	8
Confab	8
Gp Invest	8
Agrenco	8
Guararapes	8
Recrusul	8
Coelce	8
Acos Vill	8
Alpargatas	8
Seb	8
Sanepar	8
Fras-Le	8
Telemar N L	7
Marcopolo	7
Ferbasa	7
IGB S/A	7

Empresa	IGOV
Excelsior	7
Embratel Part	7
Tupy	7
M G Poliest	7
Telemig Part	6
Terna Part	6
Quattor Petr	6
Hoteis Othon	6
Whirlpool	6
Grazziotin	6
Mangels Indl	6
Lix da Cunha	6
Cemar	6
Bardella	6
Coteminas	5
Inepar	5
Forjas Taurus	5
Brasmotor	5
Tectoy	5
Emae	5
Bombril	5
Inepar Tel	5
Aco Altona	5
AES Elpa	5
Marisol	5
Telebras	4
Jereissati	4
Sansuy	4
Millennium	4
Metal Iguacu	4
Pro Metalurg	4
Gazola	3
Mundial	3
Ienergia	3
Haga S/A	3
Cobrasma	3
Schulz	3
Pettenati	3
Hercules	3
Laep	2
Doc Imbituba	2
Estrela	2
Wetzel S/A	2
Rasip Agro	1
J B Duarte	1

2009

Empresa	IGOV
Rossi Resid	17
Natura	17
CPFL Energia	17
Copasa	17
Eternit	17
Bematech	17
Inds Romi	17
Lojas Renner	16
Cyre Com-Ccp	16
Petrobras	15
Vale	15
Gafisa	15
MMX Miner	15
Telemar	15
Gol	15
Embraer	15
Llx Log	15
B2W Varejo	15
CCR Rodovias	15
Tractebel	15
Sabesp	15
MPX Energia	15
Fibria	15
Totvs	15
Ideiasnet	15
CC Des Imob	15
Eztec	15
Abnote	15
Cremer	15
Sid Nacional	14
Cyrela Realty	14
BRF Foods	14
Copel	14
Ecodiesel	14
Light S/A	14
Marfrig	14
Energias BR	14
BR Malls Par	14
Lupatech	14
Hypermarcas	14
JHSF Part	14
Weg	14
Magnesita SA	14
SLC Agricola	14
Fer Heringer	14
Log-In	14
Odontoprev	14
Tegma	14
Sao Martinho	14
Drogasil	14
Rodobensimob	14
Providencia	14
Tivit	14
Wilson Sons	14
Triunfo Part	14

Empresa	IGOV
Metafrio	14
Cr2	14
BHG	14
PDG Realt	13
MRV	13
JBS	13
Ultrapar	13
Localiza	13
Dasa	13
Minerva	13
Equatorial	13
BR Brokers	13
Kroton	13
Lopes Brasil	13
Grendene	13
Tempo Part	13
Cia Hering	13
Estacio Part	13
Generalshopp	13
Profarma	13
Renar	13
Joao Fortes	13
Sao Carlos	13
Brasilagro	13
Gerdau	12
Itausa	12
Lojas Americ	12
Eletronbras	12
Net	12
Tam S/A	12
Souza Cruz	12
Braskem	12
Inpar S/A	12
Guarani	12
Paranapanema	12
Amil	12
lochp-Maxion	12
OHL Brasil	12
Tecnisa	12
M. Diasbranco	12
Csu Cardsystem	12
Trisul	12
Portobello	12
Cemig	11
OGX Petroleo	11
Gerdau Met	11
Ambev	11
Tim Part S/A	11
Cosan	11
P.Acucar-Cbd	11
Positivo Inf	11
Multiplan	11
Randon Part	11
Celesc	11

Empresa	IGOV
Even	11
Iguatemi	11
Anhanguera	11
Uol	11
Lojas Marisa	11
Globex	11
Springs	11
Santos Brp	11
Usiminas	10
Aracruz	10
Bradespar	10
Cesp	10
Suzano Papel	10
Brasil Telec	10
Tenda	10
Duralex	10
Plascar Part	10
Comgas	10
Kepler Weber	10
Unipar	10
Saraiva Livr	10
Helbor	10
Battistella	10
Ampla Energ	10
All Amer Lat	9
Klabin S/A	9
Fosfertil	9
Brookfield	9
Tran Paulist	9
Gp Invest	9
Marcopolo	9
Minupar	9
Seb	9
GPC Part	9
Le Lis Blanc	9
Metal Leve	9
Eletropaulo	8
Agrenco	8
AES Tiete	8
Confab	8
Telesp	8
Contax	8
Guararapes	8
Alpargatas	8
Fras-Le	8
Mangels Indl	8
Sanepar	8
Whirlpool	8
Vivo	7
Telemar N L	7
Ferbasa	7
Coelce	7
Eucatex	7
Acos Vill	7
IGB S/A	7

Empresa	IGOV
Brasmotor	7
Recrusul	7
Tupy	7
M G Poliest	7
Dixie Toga	7
Terna Part	6
Telemig Part	6
Emae	6
Lix da Cunha	6
Aco Altona	6
Grazziotin	6
Bardella	6
Cemar	6
Inepar	5
Coteminas	5
Forjas Taurus	5
Hoteis Othon	5
Inepar Tel	5
Bombril	5
Cambuci	5
Botucatu Tex	5
AES Elpa	5
Karsten	5
Marambaia	5
Telebras	4
Tecnosolo	4
Tectoy	4
Metal Iguacu	4
Sansuy	4
Pro Metalurg	4
Haga S/A	3
Mundial	3
J B Duarte	3
Jereissati	3
Cobrasma	3
Ienergia	3
Gazola	3
Millennium	3
Schulz	3
Sultepa	3
Laep	2
Estrela	2
Doc Imbituba	2
Hercules	2
Tex Renaux	2
Pet Manguinh	2
Teka	2
Wetzel S/A	2
Rasip Agro	1

Apêndice B – Resumo dos resultados dos sistemas de equações para 2009

O resumo dos resultados dos sistemas de equações simultâneas referentes a 2009 são apresentados nas tabelas 36, 37 e 38 a seguir. Cada tabela representa um sistema que possui como variáveis endógenas o índice de governança (IGOV) e uma das variáveis de desempenho/risco (ROA, QTOBIN ou VOL). As variáveis instrumentais usadas para identificar, respectivamente, as equações de desempenho/risco e as equações de governança são: liquidez em bolsa e controle acionário no modelo (A); controle acionário e liquidez em bolsa no modelo (B); setor econômico e liquidez em bolsa no modelo (C); e alavancagem financeira e setor econômico no modelo (D).

Os coeficientes foram estimados por MQ2E no Eviews 5.0, seguindo o roteiro apresentado em Brooks (2002, p. 323-328). Nas tabelas são reportados os sinais dos coeficientes seguidos da significância estatística, sendo ***, ** e * para os níveis de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela 36 - Resumo dos resultados dos sistemas de equações para o ano de 2009, cujas variáveis endógenas são ROA e IGOV.

Variável dependente	Variáveis independentes	A	B	C	D
ROA	IGOV	(-)	(-)	(-)	(+)
	NM	(+)	(+)	(+)	(-)
	ADR	(+)	(-)	(+)	(-)
	TAM	(+)	(+)	(+)*	(+)
	ALAV	(-)	(-)	(-)	(-)
	LIQ	(+)			(-)*
	EST		(-)		(-)
	IND	(+)		(+)	
	CONST	(+)		(+)	
	CONSCICL	(-)		(-)	
	CONSNICL	(-)		(-)	
	MATBAS	(-)		(-)	
	PETR	(-)		(-)*	
	TEC	(+)		(+)	
	TELE	(-)**		(-)***	
Intercepto	(-)	(-)	(-)	(-)*	
IGOV	ROA	(-)	(+)	(+)	(+)
	NM	(+)***	(+)***	(+)***	(+)***
	ADR	(+)	(+)*	(+)*	(+)
	TAM	(+)*	(+)	(+)	(-)
	ALAV	(-)	(-)	(-)	
	LIQ		(+)***	(+)***	(+)***
	EST	(-)			(+)
	IND	(+)			(+)
	CONST	(-)			(+)
	CONSCICL	(-)			(+)
	CONSNICL	(-)			(+)
	MATBAS	(-)			(+)
	PETR	(-)			(+)
	TEC	(+)			(+)*
	TELE	(-)			(+)
Intercepto	(-)	(+)**	(+)**	(+)	

Tabela 37 - Resumo dos resultados dos sistemas de equações para o ano de 2009, cujas variáveis endógenas são QTOBIN e IGOV.

Variável dependente	Variáveis independentes	A	B	C	D
QTOBIN	IGOV	(-)	(+) ***	(+) ***	(-)
	NM	(+)	(-) **	(-) ***	(+)
	ADR	(+)	(-)	(-)	(-)
	TAM	(-)	(-) ***	(-) ***	(-) **
	ALAV	(+)	(+) ***	(+) ***	(+)
	LIQ	(+) **			(+) ***
	EST		(-)		(-)
	IND	(-)		(-) **	
	CONST	(-)		(-) *	
	CONSCICL	(+)		(+)	
	CONSNICL	(+)		(-)	
	MATBAS	(+)		(-)	
	PETR	(-)		(-)	
	TEC	(+)		(-)	
	TELE	(-)		(+)	
Intercepto	(+) ***	(+) *	(+) **	(+) ***	
IGOV	QTOBIN	(+) ***	(-)	(-)	(-)
	NM	(+) ***	(+) ***	(+) ***	(+) ***
	ADR	(+)	(+)	(+)	(+)
	TAM	(+) ***	(+)	(+)	(+)
	ALAV	(-) **	(-)	(-)	
	LIQ		(+) ***	(+) ***	(+) **
	EST	(+) **			(+)
	IND	(+) ***			(+)
	CONST	(+) **			(+)
	CONSCICL	(+)			(+)
	CONSNICL	(+)			(+)
	MATBAS	(+) **			(+)
	PETR	(+)			(-)
	TEC	(+)			(+) *
	TELE	(+)			(-)
Intercepto	(-) ***	(+) **	(+) **	(+)	

Tabela 38 - Resumo dos resultados dos sistemas de equações para o ano de 2009, cujas variáveis endógenas são VOL e IGOV.

Variável dependente	Variáveis independentes	A	B	C	D
VOL	IGOV	(+)	(+)	(+)	(+)
	NM	(-)	(-)	(-)	(-)
	ADR	(-)	(-)	(-)	(+)
	TAM	(-) **	(-) ***	(-) ***	(-) ***
	ALAV	(+) *	(+) **	(+) **	(+) *
	LIQ	(-)			(+)
	EST		(-)		(-)
	IND	(+)		(+)	
	CONST	(+) ***		(+) ***	
	CONSCICL	(+) **		(+) ***	
	CONSNICL	(+)		(+) **	
	MATBAS	(+) **		(+) ***	
	PETR	(+) **		(+) ***	
	TEC	(+)		(+)	
	TELE	(+)		(+)	
	Intercepto	(+) ***	(+) ***	(+) ***	(+) ***
IGOV	VOL	(+)	(+)	(+)	(-)
	NM	(+) ***	(+) ***	(+) ***	(+) ***
	ADR	(+)	(+) *	(+) *	(+)
	TAM	(+)	(+)	(+)	(-)
	ALAV	(-)	(-)	(-)	
	LIQ		(+) ***	(+) ***	(+) ***
	EST	(-)			(+) **
	IND	(-)			(+) **
	CONST	(-)			(+) *
	CONSCICL	(-)			(+)
	CONSNICL	(-)			(+) *
	MATBAS	(-)			(+) *
	PETR	(-)			(+)
	TEC	(-)			(+) **
	TELE	(-)			(+)
	Intercepto	(-)	(+)	(+)	(+) *