



FACULDADES IBMEC
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM
ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO

**DISSERTAÇÃO DE
MESTRADO PROFISSIONALIZANTE EM ECONOMIA**

**ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
O IMPACTO DOS DETERMINANTES DA
QUALIDADE DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA**

MARCELLA ROCHA SOUZA ALHO

ORIENTADOR: JOSÉ SANTIAGO FAJARDO BARBACHAN

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2006

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

**“ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: O IMPACTO DOS
DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA”**

MARCELLA ROCHA SOUZA ALHO

Dissertação apresentada ao curso de
Mestrado Profissionalizante em
Economia como requisito parcial para
obtenção do Grau de Mestre em
Economia.

Área de Concentração: Finanças

ORIENTADOR: José Santiago Fajardo Barbachan

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2006.

“ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: O IMPACTO DOS DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA”

MARCELLA ROCHA SOUZA ALHO

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Profissionalizante em Economia como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Economia.
Área de Concentração: Finanças

Avaliação:

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. JOSÉ SANTIAGO FAJARDO BARBACHAN (Orientador)
Instituição: Faculdades Ibmecc Rio de Janeiro

Prof. Dr. Osmani Teixeira de Carvalho Guillen
Instituição: Faculdades Ibmecc Rio de Janeiro

Prof. Eurilton Alves Araújo Junior
Instituição: Faculdades Ibmecc São Paulo

Rio de Janeiro, 15 de agosto de 2006.

RESUMO

Este estudo investigou a influência dos determinantes da qualidade da governança corporativa das empresas de capital aberto no Brasil sobre os índices de governança corporativa analisados no estudo. Foram construídos quatro índices de governança corporativa que foram comparados com os trabalhos existentes na literatura. A amostra utilizada é constituída por 155 empresas brasileiras abertas listadas na Bovespa com informações para o ano de 2005. As variáveis consideradas para descrever a qualidade da governança corporativa foram escolhidas de acordo com um consenso já estabelecido na literatura de governança. Os índices de governança corporativa são formados a partir de um questionário com 20 perguntas binárias e objetivas, essas perguntas são segmentadas em 4 (quatro) categorias: Acesso às Informações; Conteúdo das Informações Públicas; Estrutura do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade e Controle. A investigação foi feita por meio de regressões múltiplas por mínimos quadrados ordinários (MQO) e como resultado concluímos a importância da maioria dos determinantes da qualidade da governança corporativa utilizados sobre os índices de governança corporativa.

Palavras-chave: governança corporativa, índice de governança corporativa, determinantes da qualidade da governança corporativa, acionista controlador.

ABSTRACT

This essay investigated the influence of the determinants of the corporate governance quality of the listed companies in Brazil over the corporate governance indexes specially created for this study. Four corporate governance indexes were built and these indexes were compared with existing studies about it. This study used a sample of 155 Brazilian listed companies registered in Bovespa with pieces of information for the year of 2005. The variables considered to describe the corporate governance quality were chosen according to the consent established in the governance's literature. The corporate governance indexes were formed based on a questionnaire including 20 binary and objective questions that was divided into 4 (four) categories: Information Access; Public Information Content; Administration Council's Structure and Property and Control Structure. The investigation used through multiple regressions by ordinary least squares (OLS) and as a result we concluded the importance of most determinants of corporate governance in each corporate governance indexes.

Key-Words: corporate governance, corporate governance index, determinants of the corporate governance quality, stockholder.

SUMÁRIO

1- Introdução.....	07
2- Fundamentação Teórica.....	11
3- Metodologia.....	17
3.1- Modelo e Tratamento Estatístico.....	17
3.2- Descrição Teórica e Operacional das Variáveis.....	19
3.2.1- Estrutura de Propriedade e Controle.....	19
3.2.2- Desempenho Corporativo.....	20
3.2.3 – Tamanho da Empresa.....	21
3.2.4 – Setor de Atuação.....	21
3.2.5 – Identidade do Acionista controlador.....	22
3.2.6 – Natureza da Operação.....	22
3.2.7 – Índice de Payout.....	23
3.2.8 – Oportunidades Futuras de Crescimento.....	23
3.2.9 – Emissão de ADR.....	23
3.2.10 – Adesão aos Níveis de CG da Bovespa.....	24
4- População, Amostragem e Dados.....	24
5- Índice de Governança Corporativa.....	25
5.1 – Estatísticas Descritivas.....	28
5.1.1 – Índice de governança corporativa (IGOV).....	28
5.1.2 – Índice de governança corporativa (IGOVdif).....	36
6- Resultados.....	39
6.1 – Determinantes da Governança Corporativa.....	39
6.1.1 – Regressão utilizando o IGOV.....	39
6.1.2 – Regressão utilizando o IGOV18.....	44
6.1.3 – Regressão utilizando o IGOVdif.....	48
7- Relação entre Governança Corporativa e o valor de mercado das empresas...53	
8- Conclusão.....	56
Referências Bibliográficas.....	61

1. Introdução

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Segundo Jensen e Meckling (1976), o “principal”, titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

A minimização dos prejuízos causados pelos conflitos de interesse entre controladores que tomam a decisão e os cotistas que fornecem os recursos depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos os acionistas. Segundo Silveira, Barros e Fama (2004), a este conjunto de mecanismos internos e externos de incentivo e controle dá-se o nome de governança corporativa.

A Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal.

A boa governança corporativa proporciona aos proprietários (acionistas/cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As principais ferramentas que asseguram o controle da propriedade sobre a gestão são o conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal.

De acordo com Andrade e Rosseti (2004), as questões que envolvem as relações entre os acionistas, os conselhos de administração, a diretoria executiva e outras partes interessadas nos negócios corporativos embora já se manifestassem nas economias industriais ocidentais mais avançadas desde as primeiras décadas do século XX, quando se desencadearam os processos de pulverização do capital e da separação da propriedade e da gestão, somente ganharam maior exposição pública com os movimentos definidos como os grandes marcos construtivos da governança corporativa. Os três pilares históricos foram, primeiramente o ativismo pioneiro de Robert Monks, um acionista dos Estados Unidos, inconformado com a omissão dos controladores, a ele se juntaram outros minoritários motivados pelo mesmo propósito, o de questionar as práticas adotadas pela direção executiva nas empresas, conflituosas com os interesses dos acionistas. O seu foco foi em dois valores fundamentais da governança corporativa: senso de justiça (*fairness*) e conformidade legal (*compliance*). O outro pilar foi o Relatório Cadbury, divulgado em 1992, no qual destaca o trabalho de uma comissão constituída no Reino Unido, representativa de instituições do mundo corporativo, do mercado de capitais e de órgãos reguladores. O relatório centrou-se em dois valores da boa governança: prestação de contas (*accountability*) e transparência (*disclosure*), com mais foco nos aspectos financeiros e na função dos acionistas, dos conselhos, dos auditores e dos executivos. E o terceiro reporta os princípios de uma organização multilateral, OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), voltada para os benefícios que as boas práticas de governança corporativa trazem tanto para o crescimento das corporações quanto para o desenvolvimento das nações. Evidenciou que a adoção pelas corporações de práticas de gestão confiáveis atrai

investidores para o mercado de capitais, reduzindo os custos de captação de recursos e alavancando o desenvolvimento da economia.

O Brasil, a partir da metade dos anos 80, em sintonia com as mudanças globais no mesmo período, produziu dois conjuntos de impactos relacionados a governança corporativa: reconfiguração do mercado de capitais e as mudanças nos padrões da governança. A entrada de capitais dos estrangeiros na bolsa aumentou substancialmente, as razões principais parecem ter sido a estabilização da economia, ampliação do mercado secundário pelas privatizações e a confiança na reorientação estratégica nacional. Além disso, teve a ida de grandes empresas brasileiras ao mercado internacional de capitais, via emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*). Essas melhorias no mercado de capitais brasileiro forçaram as empresas a se adaptarem a melhores práticas de governança corporativa, com avanços na definição de padrões mundiais para listagem de empresas e operação do mercado. Em relação às mudanças nos padrões da governança, nota-se a aderência às regras da boa governança o que pôde resultar em um aumento do valor da companhia no mercado doméstico, com redução dos custos de capital; adaptação das demonstrações financeiras aos melhores padrões contábeis internacionais; estratégias de negócios mais complexas e exigência de conselhos mais eficazes, com a admissão de membros com experiência e presença internacional.

O objetivo principal desse estudo é analisar a relação entre os diversos determinantes de qualidade importantes para a governança corporativa de uma empresa sobre índices de governança corporativa criados especialmente para o estudo. A idéia é investigar se os possíveis determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas

brasileiras, partindo da hipótese de que as empresas submetidas a um mesmo ambiente contratual, podem apresentar níveis diferenciados de qualidade da governança corporativa devido a características particulares das mesmas.

A amostra utilizada para construção dos índices de governança é composta por 155 empresas abertas não financeiras negociadas no Bovespa. Dessa forma, foram excluídas da amostra as empresas do setor de bancos, por não possuírem dados operacionais. As variáveis adotadas foram escolhidas de acordo com a literatura sobre governança. Por exemplo, destacam-se três determinantes da governança corporativa citados por Kappler e Love (2002): a utilidade da governança corporativa, a natureza das operações e o tamanho da companhia. Em relação à natureza das operações, algumas empresas teriam maior facilidade para expropriar a riqueza dos minoritários devido à natureza das suas operações, ou seja, empresas com alta proporção de ativos intangíveis teriam maior facilidade para expropriar os investidores minoritários do que empresas com mais ativos fixos, mensuráveis. Dessa forma, indica que essas empresas deveriam adotar melhores práticas de governança corporativa como maneira de sinalizar que não pretendem fazer nenhuma expropriação. Segundo Silveira, Barros e Fama (2004) as variáveis de estrutura de propriedade e controle, desempenho da empresa, emissão de ADRs e adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa também são importantes indicadores da qualidade de governança de uma empresa.

O presente estudo utiliza uma abordagem semelhante à desenvolvida por Silveira, Barros e Fama (2004), mas com as informações das empresas atualizadas para o ano de 2005, e vai além através da criação de índices de governança diferenciados, o qual utiliza pesos diferentes para cada categoria de pergunta.

A tese será estruturada da seguinte forma: a seção 2 apresenta a fundamentação teórica, seção 3 apresenta a metodologia do estudo empírico, a seção 4 sobre população, amostragem e dados, a seção 5 apresenta o índice de governança corporativa, a seção 6 são os resultados da pesquisa, a seção 7 mostra a relação entre governança corporativa e o valor de mercado das empresas e a seção 8 é a conclusão do trabalho.

2. Fundamentação Teórica

Diversos estudos recentes abordam a importância da governança corporativa nos países desenvolvidos e emergentes. A maioria dos trabalhos sugere a relação empírica entre a proteção do investidor e o valor da empresa, e indicam que boas práticas de governança corporativa levam a uma melhor performance corporativa. Porém essa relação depende do ambiente legal de cada país. Segundo Carvalho (2000), uma baixa qualidade legal para a proteção do investidor, pode ser um impeditivo para o crescimento do mercado. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998, 2000, 2002) concluíram que quanto melhor a proteção ao acionista maior será o valor da empresa e mais seguro será o mercado financeiro em questão. E quanto maior for a proteção legal dos direitos dos acionistas, os investidores desejarão pagar cada vez mais pela empresa. Segundo Durnev e Kim (2003) as práticas de governança corporativa são consideradas mais relevantes em países com fraca proteção legal e isso explica o fato de ter encontrado nos seus estudos empíricos sobre os Estados Unidos resultados alternados, e resultados robustos nos casos da Ásia e Brasil, por exemplo.

Existem muitas maneiras de representar a boa governança corporativa. Uma delas é através de boas práticas do conselho de administração como um mecanismo de governança corporativa. De acordo com os diversos estudos sobre o tema, podemos concluir que no Brasil os conselhos ainda são muito concentrados, com pouco espaço para os conselheiros independentes. Apesar disso, com o passar dos anos já obtivemos algumas melhorias, tais como iniciativas positivas do Bovespa através da criação do Novo Mercado (essa categoria é considerada o segmento de governança corporativa mais importante do Bovespa), o código de boas práticas de governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), dentre outras.

Em relação à concentração do direito de controle e a concentração do direito sobre o fluxo de caixa sobre o nível de governança corporativa, de acordo com Morck, Shleifer e Vishny (1988), para as empresas nos Estados Unidos a lucratividade aumenta com a concentração de controle até um determinado ponto e começam a cair com uma concentração excessiva. O aumento dos lucros é consistente com a idéia de que com uma maior concentração, melhor será o monitoramento, mas depois de um certo momento, haverá muita concentração do direito de controle, ou seja, das ações ordinárias nas mãos do acionista controlador, o que causará uma menor performance da empresa, dado a possibilidade de expropriação dos minoritários. Claessens, Djankov, Fan e Lang (2002) sugeriram que o maior direito sobre o fluxo do caixa está associado com um maior valor corporativo. Por outro lado, a concentração do direito do controle com a separação das ações com voto do direito sobre o fluxo de caixa é negativa para o valor da empresa. No artigo do Silveira, Barros e Fama (2004), eles criaram um índice de governança corporativa (esse índice será amplamente explicado nas seções seguintes) e regrediram algumas variáveis consideradas

determinantes da qualidade de governança corporativa com esse índice criado. Dentre os inúmeros resultados encontrados, no que se refere as variáveis de estrutura de propriedade e controle, eles encontraram nos seus estudos empíricos uma relação negativa e significativa na variável de direito de controle com o índice de governança, isso sugere que a presença de um controlador forte em termos da participação de ações ordinárias ou direito de controle está negativamente ligada à questão de qualidade da governança corporativa. Porém na variável de direito sobre fluxo de caixa, apesar de também ter apresentado uma relação positiva com o nível de governança corporativa, esta variável não apresentou significância.

De acordo com os diversos artigos sobre essa questão, Leal (2004) concluiu que o percentual de ações ordinárias nas mãos dos controladores nos Estados Unidos é relativamente menor quando comparado com os mercados emergentes. Na Ásia e na América Latina, parece existir uma relação negativa entre o direito do controle e a performance.

Existem evidências de que boas práticas de governança corporativa podem levar a um menor custo de capital e conseqüentemente a um maior valor de mercado das companhias. Os investidores em países mais pobres em relação à proteção legal descontam o preço das empresas como maneira de compensar a expropriação.

A relação negativa entre direito de controle e performance e a relação positiva entre direito sobre fluxo de caixa e o desempenho são questionados com o surgimento dos problemas econométricos, como a endogeneidade.

Os estudos empíricos da governança corporativa têm inúmeros problemas econométricos. Um primeiro problema é conhecido como causalidade reversa ou endogeneidade, que pode

aparecer de duas formas. Algumas variáveis podem ser consideradas nos modelos variáveis exógenas, mas na realidade são endógenas. Um primeiro exemplo, é quando as variáveis de estrutura de propriedade e performance da empresa são determinadas simultaneamente. De acordo com Börsch-Supan e Köke (2000), considerando a variável de estrutura de propriedade como um indicador da governança corporativa, a direção de causalidade dessa variável e a performance da empresa não é clara de antemão, pois quanto maior for a concentração de propriedade de uma empresa, maior poderá ser a sua performance dado um melhor monitoramento, porém empresas com boas performances poderão atrair outros investidores e/ou acionistas mudando assim a sua estrutura de propriedade. Esse é um exemplo de causalidade reversa estrutural.

Outro problema da endogeneidade pode ser gerado por variáveis não observáveis, nesse caso regredindo as variáveis através do modelo econométrico MQO, o termo do erro pode apresentar correlação com a variável explicativa, gerando estimadores enviesados e inconsistentes.

Para solucionar a endogeneidade, dentre os diversos artigos que tentam mitigar esse problema, Börsch-Supan e Köke (2000) utilizam dados em painel através de procedimentos de efeitos fixos ou modelo de 1ª diferença. Black, Jang e Kim (2005) e Silveira, Barros e Fama (2005) utilizam variáveis instrumentais e equações simultâneas.

Além disso, pode ocorrer o problema econométrico das variáveis ausentes ou omitidas onde algumas variáveis acabam sendo deixadas de fora das regressões. Isso pode acontecer por dois motivos principais, indisponibilidade de dados ou desconhecimento da forma funcional. Uma maneira de se evitar isso seria incluir nas regressões todas as variáveis de governança corporativa teoricamente relevantes para o modelo empírico. De acordo com

Börsch-Supan e Köke (2000) quando for utilizar, por exemplo, a variável sobre estrutura do conselho, considerar também as seguintes variáveis da composição do conselho: tamanho, posição acionária dos membros do conselho, fração de conselheiros independentes ou da própria empresa etc. Se alguma dessas variáveis não for utilizada nessa estimação, provavelmente os coeficientes serão enviesados.

O terceiro potencial problema é em relação à seleção da amostra, quando a amostra não é selecionada de forma aleatória. Para tentar evitar esse problema é necessário utilizar o máximo de informação possível para cada amostra, por exemplo, se pretende analisar uma empresa tem que levar em consideração todas as possibilidades futuras dessa empresa, ou seja, uma possível decisão da empresa se tornar aberta (no caso, desta ser de capital fechado) ou então se esta vai deixar de produzir algum produto específico etc.

Por último, mas não menos importante, é o erro de mensuração das variáveis, ou seja, o termo do erro pode ser considerado como uma variável exógena, gerando a estimação dos coeficientes enviesados. Infelizmente esse é o caso para algumas variáveis cuja informação a firma não divulga para o mercado. Um exemplo são sobre as medidas de competição, segundo Börsch-Supan e Köke (2000), às vezes não é simples avaliar *ex ante* a participação de mercado, elasticidade demanda do mercado, por exemplo. Tem-se uma informação geral para as empresas do mercado, mas não por empresa individual. Dessa forma, o que aparenta ser apenas um problema da análise econométrica, é na realidade um importante problema de análise empírica. O ideal é tentar utilizar o máximo de medidas de desempenho possíveis e medir os mecanismos de governança corporativa utilizando fontes de dados e especificações diferentes.

Um outro item que merece destaque nos recentes estudos de governança corporativa, são os crescentes trabalhos que usam ou até criam seus próprios índices de governança corporativa. Geralmente esses índices são baseados em questões objetivas ou subjetivas de um questionário. Black, Jang e Kim (2005) reportaram evidências de que a governança corporativa afeta o valor de mercado das empresas na Coréia do Sul. Foi construído um índice de governança com 38 perguntas para uma amostra 515 empresas coreanas no ano de 2001, como aproximação da qualidade de governança das empresas. Inicialmente, foram realizadas regressões por MQO com várias especificações alternativas dos modelos, e eles constataram uma forte relação positiva entre qualidade da governança e valor de mercado. Além disso, foram feitas outras regressões onde também se confirmou que melhores práticas de governança provavelmente causam um maior preço das ações em mercados emergentes.

No estudo elaborado por Leal e Carvalhal da Silva (2004), eles investigaram a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor e desempenho das companhias abertas brasileiras nos anos de 1998 a 2002 por meio da construção de um índice de governança amplo, com 15 perguntas, todas com peso 1 e para uma amostra total de 131 empresas. O modelo econométrico utilizou análise de dados em painel, através da abordagem de efeitos comuns, efeitos fixos e efeitos aleatórios como forma de mitigar os problemas de variáveis omitidas e de causalidade reversa entre governança corporativa e valor de mercado das empresas. Os resultados encontrados mostraram uma influência positiva entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor de mercado das empresas.

No estudo do Silveira, Barros e Fama (2004), o objetivo era analisar a relação entre os determinantes de qualidade da governança corporativa e o índice de governança corporativa das empresas abertas brasileiras. O índice criado utilizou uma amostra de 161 companhias abertas não-financeiras do Bovespa e foi calculado a partir de um conjunto de 20 perguntas, cada uma com peso 1, cuja escala varia de 0 a 20. O estudo também criou outros índices derivados do índice completo IGOV, mas todos com peso 1 para cada pergunta. O modelo econométrico utilizado foi o de MQO. As variáveis de propriedade e controle foram as que apresentaram os resultados mais importantes, mostrando influência negativa sobre o índice de governança corporativa IGOV. Outras variáveis importantes, tais como, tamanho da empresa, emissão de ADRs e Lajirda também apresentaram relação positiva com o índice em todas as especificações.

3. Metodologia

3.1 Modelo e Tratamento Estatístico

O objetivo da pesquisa é avaliar como os determinantes da qualidade governança corporativa influenciam cada um dos três índices de governança criados.

No estudo foram utilizados os seguintes determinantes da governança corporativa para serem testados:

- Estrutura de propriedade - código da variável: OWN onde é formado por: CON (direito de controle), PROP (direito sobre o fluxo de caixa) e DIF (diferença entre direito de controle e direitos sobre o fluxo de caixa em posse do controlador).

- Desempenho corporativo - código da variável: DESEMP onde é formado por: Q TOBIN, LOAT e LAJIRDA.
- Tamanho da empresa - código da variável: log(REC)
- Setor de atividade - código da variável: IND
- Identidade do acionista controlador - código da variável: IDENT
- Natureza da operação - código da variável: TANG
- Oportunidades futuras de crescimento – código da variável: CREC
- Emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*) - código da variável: ADR
- Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa - código da variável: BOV
- Índice de Payout - código da variável: PAYOUT

Como forma de avaliar o nível de governança corporativa das empresas brasileiras construiu-se quatro índices de governança corporativa: o primeiro denominado IGOV, constituído a partir de 20 perguntas binárias e objetivas todas com pesos iguais. Depois utilizaremos um outro índice de governança, IGOV18, com as mesmas características do anterior, mas excluindo as questões 18 e 19 do questionário. E o índice IGOVdif e o IGOVdif10, que foram criados com as mesmas 20 perguntas, mas usando pesos diferentes por categoria. Esses quatro índices serão explicados na seção 5.

Faremos uma análise de causalidade usando regressões múltiplas através do método de mínimos quadrados ordinários (MQO) do tipo transversal para o ano de 2005, com as seguintes variáveis dependentes e independentes:

$$\mathbf{IGOV}_i = \alpha_0 + \beta_1 \text{CREC}_i + \beta_2 \log(\text{REC})_i + \beta_3 \text{TANG}_i + \beta_4 \text{ADR}_i + \beta_5 \text{BOV}_i + \beta_6 \text{OWN}_i + \beta_7 \text{DESEMP}_i + \beta_8 \text{PAYOUT}_i + \sum \delta \text{IND} + \sum \gamma \text{IDENT} \varepsilon_i$$

De fato existem problemas econométricos, tais como endogeniedade, variáveis omitidas, dentre outros, como foram detalhados no capítulo anterior, mas nesse trabalho estaremos apenas utilizando o método dos MQO na equação acima.

3.2 Descrição Teórica e Operacional das Variáveis

3.2.1 Estrutura de Propriedade e Controle

A variável de estrutura de propriedade e controle utilizada no estudo será dividida em três variáveis:

- Direito de controle (CON) – que corresponde ao direito de voto do acionista controlador. É obtido pelo percentual de ações ordinárias nas mãos dos acionistas controladores.
- Direito sobre o fluxo de caixa (PROP) – que corresponde ao direito de propriedade do acionista controlador. É obtido pelo percentual do total de ações em posse dos acionistas controladores da empresa.
- Diferença entre CON – PROP (DIF) – que corresponde ao direito de controle do acionista controlador menos o direito sobre o fluxo de caixa.

O sentido da relação entre estrutura de propriedade e controle e o nível de governança corporativa não é claro de antemão. Quanto maior for o direito de controle (CON) nas mãos do controlador, na teoria, maior a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários, o que gera um pior nível de governança corporativa. Porém se uma empresa apresenta uma grande participação nas ações ordinárias nas mãos do controlador, esta pode buscar adotar melhores práticas de governança como forma de compensar esse excesso de controle. No caso do direito sobre o fluxo de caixa (PROP) em posse do controlador, quanto maior for essa variável, em tese menor deverá ser a expropriação, e assim um melhor nível de governança corporativa. Porém dado que o controlador terá uma maior participação no capital total da empresa, isto pode diminuir a necessidade do controlador de adotar melhores práticas de governança corporativa. Em relação ao DIF, quanto maior for a diferença entre direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa, maior deverá ser a expropriação por parte do controlador, o que indica um nível de governança pior.

3.2.2 Desempenho Corporativo

A variável de desempenho corporativo foi dividida em três variáveis: uma variável relacionada ao valor de mercado (Q TOBIN) e as outras duas relacionadas aos indicadores econômico-financeiros, sendo o retorno do lucro operacional (LOAT) e o retorno da geração bruta de caixa (LAJIRDA). O indicador Q TOBIN é obtido como o valor de mercado das ações ordinárias e das preferenciais mais o valor de mercado da dívida líquida dividido pelo valor de reposição de ativos (ativo total da companhia). O LOAT é obtido pela divisão do lucro operacional pelo ativo total. E o LAJIRDA é o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização sobre o ativo total.

O resultado esperado desses indicadores de desempenho com relação ao índice de governança corporativa é que seja positivo, pois quanto melhor for o desempenho da empresa, melhor será o nível de governança esperado em virtude da menor expropriação dos acionistas externos.

3.2.3 Tamanho da empresa

A variável de tamanho da empresa ($\log(\text{REC})$) é obtido como o logaritmo do faturamento operacional líquido da empresa no ano de 2005. O sentido dessa variável não é conhecido de antemão. Empresas grandes podem ter maiores custos de agência e adotar melhores práticas de governança corporativa como forma de mitigar esse risco, por outro lado se uma empresa for pequena, esta terá um maior espaço para crescer e assim necessitará de capital, isso fará com que a empresa busque boas práticas de governança.

3.2.4 Setor de atuação

A variável de setor de atuação (IND) é uma variável *dummy* e representa os diferentes setores. Esta variável atribui valor 1 para as empresas que pertencem a um setor específico, no caso desse estudo foi escolhido o setor de telecomunicações e foi atribuído valor 0 para as empresas pertencentes aos demais setores. A classificação adotada foi utilizada pelo o banco de dados da Economática e possui 19 categorias: Agro e Pesca, Alimentos e Bebidas, Comércio, Construção, Eletroeletrônicos, Energia Elétrica, Máquinas Industriais, Mineração, Minerais não Metálicos, Outros, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Química,

Siderurgia e Metalurgia, Software e Dados, Têxtil, Transportes, Serviços e Veículos e peças.

O setor de atuação pode ter influência sobre a governança corporativa, setores mais regulados podem ter a obrigação de se adequarem a melhores práticas de governança corporativa.

3.2.5 Identidade do acionista controlador

A variável de identidade do acionista controlador (IDENT) é uma variável *dummy* e foi dividida em cinco grupos: propriedade privada estrangeira; propriedade privada nacional; propriedade familiar; propriedade de fundos de pensão e propriedade estatal. O tipo de acionista controlador pode ter influência no nível de governança corporativa adotado, empresas familiares podem ter um incentivo menor a adotar melhores práticas de governança para manter o controle concentrado.

3.2.6 Natureza da Operação

A variável de natureza da operação (TANG) é obtida pelo ativo imobilizado bruto sobre a receita operacional líquida da empresa. Quanto mais intangível for a atividade da empresa, maior será o risco de os recursos serem desviados, é mais difícil de monitorar os investimentos nos ativos intangíveis. Dessa forma, melhor deverá ser o nível de governança corporativa para compensar essa característica.

3.2.7 Índice de Payout

A variável índice de payout (PAYOUT) anual de uma empresa é calculado pelo sistema de informações Económica, sendo definido como o índice de dividendos pagos por ação sobre o lucro líquido no ano de 2005. Quanto maior for o nível de payout de uma empresa, indica que essa empresa tem boas práticas de governança corporativa, dado que os acionistas controladores dividem parte do resultado no período através da distribuição de dividendos, reduzindo a possibilidade de expropriação dos minoritários.

3.2.8 Oportunidades Futuras de Crescimento

A variável de oportunidades futuras de crescimento (CREC) é obtida através do crescimento percentual acumulado da receita operacional líquida dos últimos três anos. Espera-se que essa variável tenha uma relação positiva com o nível de governança corporativa, pois quanto mais oportunidades futuras de crescimento uma empresa tiver, mais ela precisará captar e assim quanto melhor for o nível de governança da empresa, mais fácil será a sua captação de recursos.

3.2.9 Emissão de ADRs

A variável de emissão de ADRs (ADR) é uma variável dummy, onde assume o valor 1 se a empresa possui ADRs negociados na bolsa de Nova York ou na NASDAQ e valor 0 caso contrário. As empresas que emitem ADRs tem que se enquadrar a padrões mais rígidos de

governança corporativa, apresentando em média, melhores níveis de governança corporativa.

3.2.10 Adesão aos Níveis de GC da Bovespa

A variável de adesão aos níveis de governança corporativa da Bovespa (BOV) é uma variável *dummy*, onde é atribuído valor 1 se alguma empresa pertencer a um dos níveis do Bovespa, tais como, Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado, ou valor 0 caso contrário. Do mesmo modo espera-se uma relação positiva com a adesão aos níveis de GC do Bovespa com o nível de governança corporativa, dado que as empresas têm que atender a padrões mais rígidos para poder fazer parte desses níveis.

4. População, Amostragem e Coleta de Dados

O estudo utiliza uma amostra composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa. E que apresentaram uma liquidez significativa no ano de 2005. Entende-se como critério de liquidez significativa, as empresas que, de acordo com o índice de liquidez calculado pelo Economática, apresentaram um índice de liquidez anual maior que 0,001% do índice correspondente à empresa com ações mais líquidas. Esse critério de liquidez foi utilizado, pois empresas com uma liquidez muito baixa, possuem uma probabilidade menor de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado, sendo que a cotação é um item importante para calcular o indicador de desempenho Q TOBIN. Após passarem pelo primeiro filtro de liquidez, algumas empresas não possuíam um mínimo adequado de informações necessárias para

responder às perguntas que formavam o índice de governança corporativa, reduzindo assim o tamanho da amostra para um total de 155 empresas.

As informações para formação do questionário foram obtidas principalmente nos sistemas de informações da CVM, através do programa Divext; na Economatica; nos *websites* da empresas e no *website* da Bovespa. O programa utilizado para realização das abordagens econométricas foi o Eviews 4.1.

5. Índice da Governança Corporativa

O índice de governança (IGOV) foi constituído para 155 companhias abertas do Bovespa no ano de 2005 e foi calculado a partir de um conjunto com 20 perguntas binárias e objetivas onde cada pergunta possui um peso 1 (um). Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, cuja escala varia de 0 a 20 pontos para cada empresa. O índice foi construído de forma a levar em conta 4 (quatro) categorias consideradas importantes pela literatura para avaliação das práticas de governança corporativa: Acesso às informações, Conteúdo das Informações Públicas, Estrutura do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade e Controle. Outro índice de governança corporativa utilizado foi o IGOV18, com as mesmas características do anterior, mas excluindo as questões 18 e 19.

As perguntas que compõem o índice foram respondidas a partir de diversas pesquisas principalmente ao *website* das empresas, consulta a CVM, a Bovespa etc.

Outro índice de governança corporativa (IGOVdif) foi constituído com pesos diferentes para cada uma das 4 (quatro) categorias das perguntas existentes no questionário, para tentar analisar uma maior sensibilidade de algumas perguntas em relação ao nível de

governança corporativa. De maneira subjetiva, foi escolhida a diferenciação dos pesos por categoria da seguinte forma: as perguntas referentes ao acesso às informações com peso 1 (um); as perguntas referentes ao conteúdo das informações públicas com peso 2 (dois); as perguntas sobre a estrutura de propriedade e controle com peso 3 (três) e sobre a estrutura do conselho de administração com peso 4 (quatro). Cada resposta positiva adiciona 1 (um) ponto ao índice multiplicado pelo peso referente à categoria, cuja escala varia de 0 a 50 pontos para cada empresa. Na escolha dos pesos, embora de maneira subjetiva, tentou-se avaliar as perguntas e/ou categorias com maior importância num índice de governança corporativa. As categorias de acesso às informações e de conteúdo das informações públicas obtiveram um peso menor, não por serem perguntas irrelevantes, mas comparativamente com as outras duas categorias, foram consideradas de menor importância logo lhes sendo atribuídas um peso menor.

Por último, seguindo a mesma ideia do índice anterior (IGOVdif), foi criado o índice IGOVdif10, onde também foram atribuídos às perguntas pesos alternados, porém agora a diferenciação dos pesos foi dividida em dois grupos, onde nas primeiras duas categorias de Acesso às Informações e Conteúdo das Informações Públicas foram atribuídos peso igual a 1 (um) e para as outras duas categorias, Estrutura do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade e Controle, pesos igual a 2 (dois). Isso se deu, pois acreditamos que nas duas primeiras categorias, as informações são mais básicas, sendo as informações mínimas necessárias que as empresas devem disponibilizar para o mercado com um todo. Diferente das últimas dez perguntas, que são relacionadas a assuntos mais específicos e considerados mais importantes sobre a governança corporativa.

Segue abaixo as perguntas do índice de governança corporativa:

Dimensão de Governança Corporativa	#	Perguntas para a construção do Índice de Governança Corporativa
Acesso às Informações	1	E possível obter o Relatório Anual (RA) da cia via Internet?
	2	O website dispõe de documentos relativos a governança corporativa?
	3	O website dispõe de apresentações p/ analistas ou dados q possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O website é bilíngue e possui uma seção de RI?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a cia p/ obter informações sobre a empresa?
Conteúdo das Informações Públicas	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança?
	7	O RA ou outro documento explica a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9	O RA ou website inclui uma seção c/ estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROE, ROA, etc)
10	O RA 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 dir. executivo e presidente do conselho de adm são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um Conselho de Administração (CA) com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do Ca é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado de 1 ano?
	15	A empresa não possui acordo de acionistas?
Estrutura de Propriedade e Controle	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto?
	17	As PN correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18	O controlador possui menos do que 70% do total de ON?
	19	O excesso de direitos de voto (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa do controlador é menor que 23%?
	20	A empresa concede tag along aos detentores de ações PN?

Quadro 1. Perguntas para a construção do índice de governança corporativa.

5.1 Estatísticas Descritivas

5.1.1 Índice de governança corporativa (IGOV)

A Tabela abaixo apresenta o índice de governança (IGOV) obtido junto à amostra do estudo, para o ano de 2005. E os setores de cada empresa respectivamente.

	Empresa	IGOV	Setor		Empresa	IGOV	Setor
1	CPFL Energia	16	Energia Elétrica	41	Braskem	11	Química
2	Sabesp	16	Outros	42	Petroquímica Uniao	11	Química
3	Petrobras	16	Petróleo e Gas	43	Unipar	11	Química
4	Renar Macas	15	Agro e Pesca	44	Tele Centroeste Cel	11	Telecomunicações
5	Arcelor BR	15	Siderur & Metalur	45	Tele Norte Celular	11	Telecomunicações
6	Gol	15	Transporte Serviç	46	Telefonica Data Hld	11	Telecomunicações
7	Ambev	14	Alimentos e Beb	47	Telemar Norte Leste	11	Telecomunicações
8	Lojas Renner	14	Comércio	48	Telemig Celular	11	Telecomunicações
9	Rossi Resid	14	Construção	49	Telemig Celul Part	11	Telecomunicações
10	Petroflex	14	Química	50	Tupy	11	Veiculos e peças
11	ALL America Latina	14	Transporte Serviç	51	Avipal	10	Alimentos e Beb
12	CCR Rodovias	14	Transporte Serviç	52	Cesp	10	Energia Elétrica
13	Perdigao	13	Alimentos e Beb	53	Copel	10	Energia Elétrica
14	Natura	13	Comércio	54	Eletropaulo Metropo	10	Energia Elétrica
15	Cyrela Realt	13	Construção	55	Light	10	Energia Elétrica
16	Itautec	13	Eletroeletrônicos	56	Eternit	10	Minerais não Met
17	Vale Rio Doce	13	Mineração	57	Souza Cruz	10	Outros
18	Bradespar	13	Outros	58	Aracruz	10	Papel e Celulose
19	Ultrapar	13	Química	59	Suzano Papel	10	Papel e Celulose
20	Tele Leste Celular	13	Telecomunicações	60	CEG	10	Petróleo e Gas
21	Telemar-Tele NL Par	13	Telecomunicações	61	Elekeiroz	10	Química
22	Pao de Acucar	12	Comércio	62	Suzano Petroquim	10	Química
23	Energias BR	12	Energia Elétrica	63	Confab	10	Siderur & Metalur
24	Tractebel	12	Energia Elétrica	64	Gerdau	10	Siderur & Metalur
25	Duratex	12	Outros	65	Gerdau Met	10	Siderur & Metalur
26	Itausa	12	Outros	66	Usiminas	10	Siderur & Metalur
27	Acos Villares	12	Siderur & Metalur	67	Universo Online	10	Software e Dados
28	Sid Nacional	12	Siderur & Metalur	68	Embratel Part	10	Telecomunicações
29	CRT Celular	12	Telecomunicações	69	Telesp Operac	10	Telecomunicações
30	Tele Sudeste Celula	12	Telecomunicações	70	Tim Participacoes	10	Telecomunicações
31	Grendene	12	Textil	71	Alpargatas	10	Textil
32	TAM	12	Transporte Serviç	72	Embraer	10	Veiculos e peças
33	Sadia SA	11	Alimentos e Beb	73	lochp-Maxion	10	Veiculos e peças
34	Loj Americanas	11	Comércio	74	Marcopolo	10	Veiculos e peças
35	Cemig	11	Energia Elétrica	75	AES Tiete	9	Energia Elétrica
36	Transmissao Paulist	11	Energia Elétrica	76	Eletrobras	9	Energia Elétrica
37	Dasa	11	Outros	77	Weg	9	Máquinas Indust
38	Net	11	Outros	78	Caemi	9	Mineração
39	Klabin	11	Papel e Celulose	79	Saraiva Livr	9	Outros
40	Votorantim C P	11	Papel e Celulose	80	Comgas	9	Petróleo e Gas

	Empresa	IGOV	Setor		Empresa	IGOV	Setor
81	Ipiranga Dist	9	Petróleo e Gas	121	Kepler Weber	6	Siderur & Metalur
82	Ipiranga Ref	9	Petróleo e Gas	122	Mangels	6	Siderur & Metalur
83	Copesul	9	Química	123	Metisa	6	Siderur & Metalur
84	Brasil T Par	9	Telecomunicações	124	Mundial	6	Siderur & Metalur
85	Brasil Telecom	9	Telecomunicações	125	Tekno	6	Siderur & Metalur
86	Vivo Part	9	Telecomunicações	126	Coteminas	6	Textil
87	Santista Textil	9	Textil	127	Dimed	5	Comércio
88	Fras-Le	9	Veículos e peças	128	Grazziotin	5	Comércio
89	Randon Part	9	Veículos e peças	129	Renner Particip	5	Finanças e Seguros
90	Ampla Energ	8	Energia Elétrica	130	Magnesita	5	Mineração
91	Celesc	8	Energia Elétrica	131	Portobello	5	Minerais não Met
92	Cemat	8	Energia Elétrica	132	Sansuy	5	Outros
93	Coelba	8	Energia Elétrica	133	Trevisa	5	Outros
94	Inds Romi	8	Máquinas Indust	134	Petroleo Manguinhos	5	Petróleo e Gas
95	Sanepar	8	Outros	135	Fertibras	5	Química
96	Celulose Irani	8	Papel e Celulose	136	Aco Altona	5	Siderur & Metalur
97	Ipiranga Pet	8	Petróleo e Gas	137	Fibam	5	Siderur & Metalur
98	Fosfertil	8	Química	138	Schlosser	5	Textil
99	Petroquisa	8	Química	139	Schulz	5	Veículos e peças
100	Politeno	8	Química	140	Vigor	4	Alimentos e Beb
101	Acesita	8	Siderur & Metalur	141	Globex	4	Comércio
102	Paranapanema	8	Siderur & Metalur	142	Gera Paranapanema	4	Energia Elétrica
103	Cia Hering	8	Textil	143	Inepar Energia	4	Energia Elétrica
104	Guararapes	8	Textil	144	Sao Carlos	4	Outros
105	Coelce	7	Energia Elétrica	145	Multibras	4	Outros
106	Elektro	7	Energia Elétrica	146	Pronor	4	Química
107	EMAE	7	Energia Elétrica	147	Forjas Taurus	4	Siderur & Metalur
108	F Cataguazes	7	Energia Elétrica	148	Teka	4	Textil
109	Bardella	7	Máquinas Indust	149	Plascar	4	Veículos e peças
110	Embraco	7	Máquinas Indust	150	CEB	3	Energia Elétrica
111	Dixie Toga	7	Outros	151	Inepar Construcoes	3	Outros
112	Bombril	7	Química	152	Tectoy	3	Outros
113	Ferbasa	7	Siderur & Metalur	153	Polialden	3	Química
114	Metal Leve	7	Veículos e peças	154	Yara Brasil	3	Química
115	Mendes Jr	6	Construção	155	Wetzel	3	Veículos e peças
116	Trafo	6	Eletroeletrônicos				
117	Cemar	6	Energia Elétrica				
118	Ripasa	6	Papel e Celulose				
119	M&G Poliest	6	Química				
120	Eluma	6	Siderur & Metalur				

Tabela 1. Índice de governança corporativa das empresas brasileiras com seus respectivos setores, onde a escala de pontos varia de 0 a 20.

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

Variável	1º Quartil	2º Quartil	3º Quartil	4º Quartil	Amostra
IGOV	6,00	9,00	11,00	16,00	155

Tabela 2. Estatística descritiva do índice de governança corporativa (IGOV).

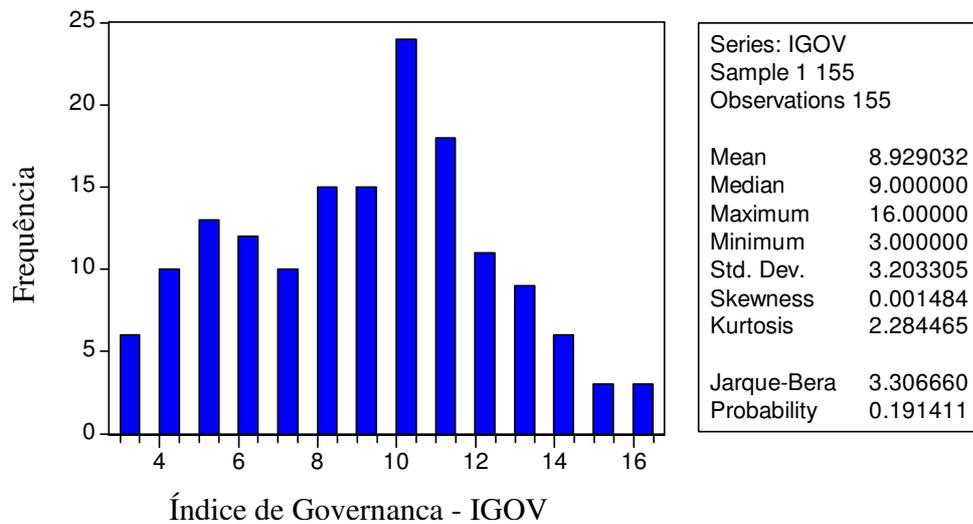


Tabela 3. Histograma do índice de governança corporativa (IGOV).

Segundo a Tabela 2 e a Tabela 3, o índice de governança (IGOV) médio obtido foi de 8,93 com 75% das empresas apresentando um IGOV igual ou inferior a 11 (onze). A média obtida pode ser considerada baixa, mas quando se comparada à média obtida por Silveira, Barros e Fama (2004) com os dados para o ano de 2002, houve uma melhora significativa, pois com os dados atualizados para 2005, temos aprimoramentos por parte das empresas em algumas perguntas do IGOV, principalmente nas categorias de acesso às informações e conteúdo das informações públicas.

Merece destaque as empresas CPFL Energia do setor elétrico, Petrobrás do setor de petróleo e gás e Sabesp do setor outros, pois apresentaram o maior IGOV da amostra, com 16 pontos. No estudo realizado anterior, a empresa Petrobrás também obteve o maior nível de governança corporativa, junto com a empresa Ultrapar. De acordo com o índice IGOV acima com os dados atualizados, agora a Ultrapar se encontra na 4^a, isso pode ser explicado

porque a empresa obteve inúmeras respostas ‘não’ (com pontuação zero), principalmente na categoria de Estrutura do Conselho de Administração.

Por outro lado, de acordo com a Tabela 1, as empresas CPFL Energia e Sabesp apresentaram um índice de governança corporativa melhor quando comparamos com o estudo anterior, sugerindo que com o passar dos anos essas empresas se adaptaram e dado uma possível maior preocupação com as crescentes exigências do mercado, estas passaram a adotar melhores práticas de governança corporativa. Vale lembrar que ambas as empresas compõem o Novo Mercado do Bovespa.

De acordo com a Tabela 1, se analisarmos setorialmente apenas as 10 primeiras empresas que obtiveram um índice de governança IGOV maior, o setor de Transporte e Serviços merece destaque, com três empresas fazendo parte desse grupo, Gol, ALL América Latina e CCR Rodovias.

A Tabela 4 abaixo descreve de forma mais detalhada os resultados obtidos pelo índice, apresentando o percentual de empresas que responderam positivamente (SIM) a cada uma das perguntas.

Pergunta do índice de governança (IGOV)	Percentual de empresas com respostas positivas (SIM) - ano 2005	Percentual de empresas com respostas positivas (SIM) - ano 2002*
E possível obter o RA da cia via Internet?	65,2%	44,7%
O website dispõe de documentos relativos a governança corporativa?	47,1%	16,1%
O website dispõe de apresentações p/ analistas ou dados q possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?	74,8%	35,4%
O website é bilingue e possui uma seção de RI?	67,1%	40,4%
Não houve necessidade de contato direto com a cia p/ obter informações sobre a empresa?	69,7%	46,6%
O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança?	38,7%	22,4%
O RA ou outro documento explica a remuneração global dos executivos?	18,7%	15,5%
Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?	23,3%	19,3%
O RA ou website inclui uma seção c/ estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROE, ROA, etc)	2,6%	1,9%
O RA ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?	11,0%	3,7%
Os cargos de dir. executivo e presidente do conselho de adm são ocupados por pessoas diferentes?	67,7%	62,7%
A empresa possui um CA com 5 a 9 membros?	71,0%	62,8%
Mais do que 80% do Ca é composto por conselheiros externos?	61,9%	55,3%
O conselho de administração possui mandato unificado de 1 ano?	34,2%	21,1%
A empresa não possui acordo de acionistas?	60,7%	70,8%
A empresa emite apenas ações com direito a voto?	15,5%	11,8%
As PN correspondem a menos q 50% do total de ações?	28,4%	38,5%
O controlador possui menos do que 70% do total de ON?	54,2%	38,6%
O excesso de direitos de voto (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa do controlador é menor que 23%?	52,6%	52,8%
A empresa concede tag along aos detentores de ações PN?	29,6%	15,5%

* elaborados por Silveira, Barros e Fama (2004)

Tabela 4. Percentual de empresas que responderam positivamente (SIM) às questões do IGOV, com os dados atualizados para o ano de 2005 e para o ano de 2002 do estudo do Silveira, Barros e Fama (2004).

Os resultados da Tabela 4 mostram, de um modo geral, melhoras significantes quando se comparado ao percentual de empresas com respostas positivas (SIM) utilizando os dados atualizados para o ano de 2005 em relação aos mesmos dados para o ano de 2002, feito por Silveira, Barros e Fama (2004). As principais evoluções ocorreram principalmente nas categorias de acesso às informações e conteúdo das informações públicas. Na categoria de acesso às informações, vale destacar, por exemplo, que 47,1% das companhias disponibilizam documentos relativos ao modelo e práticas de governança corporativa adotadas no seu *website*, contra 16,1% encontrada na pesquisa anterior. E na pergunta que trata se as companhias disponibilizam apresentações para os analistas ou dados que possibilitam projeções operacionais e financeiras da empresa, 74,8% das respostas foram positivas contra 35,4% do estudo do anterior. Na categoria de conteúdo das informações públicas, 11% das empresas responderam que ‘SIM’ à pergunta se o Relatório Anual ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico, contra 3,7% do estudo anterior. Isso mostra que as empresas brasileiras se adaptaram com o passar dos anos, fornecendo maiores informações sobre elas e com uma qualidade maior.

Como destaque negativo, obtivemos um resultado pior, quando comparamos com os dados de 2002, nas perguntas se a companhia não possui Acordo de Acionistas e se as ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total das ações. Essas perguntas fazem parte das categorias de Estrutura do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade e Controle, respectivamente. Em relação ao acordo de acionistas, esse item pode ser considerado ruim, pois a sua presença pode aumentar o potencial de expropriação dos acionistas minoritários, já que exclui a possibilidade de sua interferência nos temas

definidos no acordo. No outro item, quanto maior for a proporção de ações sem direito a voto em relação ao total de ações emitidas, maior a separação entre os direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa e, portanto, maior o potencial de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores. E também tem uma questão que é muito relevante atualmente, a quantidade de ações livres no mercado, conhecido como *free float*, logo quanto maior for a quantidade de ações em posse dos acionistas controladores, seja ações ordinárias ou preferências, menor será a quantidade de ações disponíveis no mercado para os acionistas minoritários que estão fora do controle negociarem, conseqüentemente menor a liquidez dessas empresas na bolsa de valores.

Vale mencionar, que apenas 2,6% das companhias mostram no seu Relatório Anual ou *website* uma seção com as estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE etc). Essa pergunta apresentou percentualmente uma melhora, porém ainda representa um resultado muito baixo. Isso pode ser explicado pelo fato das companhias não quererem se comprometer com *guidances* que podem não ser obtidos e gerar uma expectativa frustrada por parte dos acionistas minoritários.

Em relação à categoria de Estrutura do Conselho de Administração observamos resultados positivos e melhores do que os resultados obtidos para o ano de 2002, em linhas gerais, as empresas possuem um conselho de administração adequado às práticas recomendadas de governança corporativa, com pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho (67,7%), conselhos compostos por cinco a nove membros (71,0%), (pelas regras do Novo Mercado do Bovespa, o conselho tem que ter no mínimo 5 membros)

e é composto por maioria de conselheiros externos (61,9%), ou seja, não executivos da empresa.

As estatísticas descritivas das demais variáveis do estudo são apresentadas na tabela abaixo:

	CO N	PROP	DIF	Q TOBIN	LOAT	LAJIRDA	Amostra (2005)
Média	84,03%	61,43%	22,60%	1,14	11,17%	6,71%	155
Desvio-Padrão	17,20%	22,83%	18,89%	0,90	10,49%	4,74%	
1° Quartil	75,95%	43,55%	1,75%	0,64	5,03%	4,40%	
Mediana	88,10%	62,10%	22,70%	0,88	10,85%	6,40%	
3° Quartil	97,35%	81,25%	38,55%	1,36	16,48%	8,91%	

Tabela 5. Estatística descritiva das variáveis de governança corporativa e desempenho.

Na tabela 5, observa-se que a concentração média dos acionistas controladores com direito a voto nas empresas brasileiras é elevado, apresentando uma média de (84,03%). Por outro lado, a concentração média de propriedade do total de ações pelos controladores é menor (61,43%), porém em um nível superior à metade do capital total das empresas. A disparidade entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa (22,60%) em posse dos controladores é outra característica importante da estrutura de propriedade das companhias abertas no Brasil. Em relação ao nível de desempenho, percebe-se que 75% das empresas analisadas apresentam um lucro operacional igual ou inferior a 16,48% no ano de 2005.

5.1.2 Índice de governança corporativa (IGOVdif)

A Tabela 6 abaixo apresenta o índice de governança (IGOVdif) obtido junto à amostra do estudo, para o ano de 2005. Para facilitar a comparação entre a Tabela 1 e a Tabela abaixo, o índice de governança corporativa foi normalizado. Dessa forma, a escala de ambos os índices IGOV e IGOVdif, variam de 0 a 1.

Merece destaque a empresa de saneamento de São Paulo, Sabesp, que foi a melhor empresa tanto utilizando o IGOV quanto com o IGOVdif, porém nesse último índice a empresa obteve uma posição de liderança com 0,84 pontos. Isso pode ser explicado porque a categoria de Estrutura do Conselho de Administração que possui o maior peso, igual a 4 (quatro), foi o segmento que a Sabesp obteve respostas positivas (sim) para todas as perguntas. Por outro lado, a empresa CPFL Energia que estava em primeiro lugar na Tabela 1, na tabela abaixo aparece na segunda colocação, principalmente pelo fato de ter algumas respostas negativas, ou seja, que levam pontuação 0 (zero), nas duas categorias de maior peso, a categoria de Estrutura do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade e Controle. Por conta disso, a empresa Arcelor, no índice IGOVdif ficou em segundo lugar, empatando com a CPFL Energia, ante a terceira colocação obtida com o índice completo IGOV. E vale mencionar Petrobrás, que no índice IGOV também estava na primeira colocação e no ranking da Tabela 6, ficou em 2º lugar, isso se deve principalmente pela empresa ser penalizada pelo fato de não estar no Novo Mercado do Bovespa, dado que esta obteve pontuação zero por possuir duas classes de ações, as preferências e ordinárias e por não conceder *tag along* (que assegura a extensão das condições oferecidas aos acionistas controladores, no caso de venda do controle da companhia, aos minoritários) aos acionistas preferências, dado que essas perguntas estão na categoria com o peso 3.

Nº	Empresa	IGOV	Empresa	IGOVdif
1	CPFL Energia	0,80	Sabesp	0,84
2	Petrobras	0,80	Arcelor BR	0,78
3	Sabesp	0,80	CPFL Energia	0,78
4	Arcelor BR	0,75	Petrobras	0,78
5	Gol	0,75	Renar Macas	0,78
6	Renar Macas	0,75	Lojas Renner	0,76
7	ALL America Latina	0,70	Rossi Resid	0,72
8	Ambev	0,70	Gol	0,7
9	CCR Rodovias	0,70	Cyrela Realt	0,68
10	Lojas Renner	0,70	Petroflex	0,68
11	Petroflex	0,70	ALL America Latina	0,66
12	Rossi Resid	0,70	Bradespar	0,66
13	Bradespar	0,65	CCR Rodovias	0,66
14	Cyrela Realt	0,65	Tractebel	0,64
15	Itautec	0,65	Ambev	0,62
16	Natura	0,65	Eternit	0,62
17	Perdigao	0,65	Itautec	0,62
18	Tele Leste Celular	0,65	Perdigao	0,62
19	Telemar-Tele NL Par	0,65	Tele Leste Celular	0,62
20	Ultrapar	0,65	Natura	0,6
21	Vale Rio Doce	0,65	Telemar-Tele NL Par	0,6
22	Acos Villares	0,60	Duratex	0,58
23	CRT Celular	0,60	Elekeiroz	0,58
24	Duratex	0,60	Unipar	0,58
25	Energias BR	0,60	Vale Rio Doce	0,58
26	Grendene	0,60	Acos Villares	0,56
27	Itausa	0,60	CEG	0,56
28	Pao de Acucar	0,60	Energias BR	0,56
29	Sid Nacional	0,60	Grendene	0,56
30	TAM	0,60	Pao de Acucar	0,56
31	Tele Sudeste Celula	0,60	Petroquimica Uniao	0,56
32	Tractebel	0,60	TAM	0,56
33	Braskem	0,55	Tele Norte Celular	0,56
34	Cemig	0,55	Tele Sudeste Celula	0,56
35	Dasa	0,55	Telemig Celular	0,56
36	Klabin	0,55	Telemig Celul Part	0,56
37	Loj Americanas	0,55	Tupy	0,56
38	Net	0,55	Ultrapar	0,56
39	Petroquimica Uniao	0,55	CRT Celular	0,54
40	Sadia SA	0,55	Dasa	0,54

Nº	Empresa	IGOV	Empresa	IGOVdif
41	Tele Centroeste Cel	0,55	Light	0,54
42	Tele Norte Celular	0,55	Transmissao Paulist	0,54
43	Telefonica Data Hld	0,55	Universo Online	0,54
44	Telemar Norte Leste	0,55	Itausa	0,52
45	Telemig Celul Part	0,55	Paranapanema	0,52
46	Telemig Celular	0,55	Sadia SA	0,52
47	Transmissao Paulist	0,55	Sid Nacional	0,52
48	Tupy	0,55	Telefonica Data Hld	0,52
49	Unipar	0,55	Cemig	0,5
50	Votorantim C P	0,55	lochp-Maxion	0,5
51	Alpargatas	0,50	Tele Centroeste Cel	0,5
52	Aracruz	0,50	Alpargatas	0,48
53	Avipal	0,50	Celesc	0,48
54	CEG	0,50	Coelba	0,48
55	Cesp	0,50	Copesul	0,48
56	Confab	0,50	Loj Americanas	0,48
57	Copel	0,50	Metal Leve	0,48
58	Elekeiroz	0,50	Petroquisa	0,48
59	Eletropaulo Metropro	0,50	Souza Cruz	0,48
60	Embraer	0,50	Votorantim C P	0,48
61	Embratel Part	0,50	Ampla Energ	0,46
62	Eternit	0,50	Braskem	0,46
63	Gerdau	0,50	Cia Hering	0,46
64	Gerdau Met	0,50	Confab	0,46
65	lochp-Maxion	0,50	Ipiranga Dist	0,46
66	Light	0,50	Ipiranga Ref	0,46
67	Marcopolo	0,50	Klabin	0,46
68	Souza Cruz	0,50	Net	0,46
69	Suzano Papel	0,50	Sanepar	0,46
70	Suzano Petroquim	0,50	Weg	0,46
71	Telesp Operac	0,50	Comgas	0,44
72	Tim Participacoes	0,50	Copel	0,44
73	Universo Online	0,50	Embraco	0,44
74	Usiminas	0,50	Marcopolo	0,44
75	AES Tiete	0,45	Santista Textil	0,44
76	Brasil T Par	0,45	Telemar Norte Leste	0,44
77	Brasil Telecom	0,45	Avipal	0,42
78	Caemi	0,45	Caemi	0,42
79	Comgas	0,45	Cemar	0,42
80	Copesul	0,45	Cemat	0,42

Nº	Empresa	IGOV	Empresa	IGOVdif
81	Eletrobras	0,45	Cesp	0,42
82	Fras-Le	0,45	Dixie Toga	0,42
83	Ipiranga Dist	0,45	Eletrobras	0,42
84	Ipiranga Ref	0,45	Eletropaulo Metr	0,42
85	Randon Part	0,45	Ferbasa	0,42
86	Santista Textil	0,45	Fras-Le	0,42
87	Saraiva Livr	0,45	Metisa	0,42
88	Vivo Part	0,45	Suzano Papel	0,42
89	Weg	0,45	Usiminas	0,42
90	Acesita	0,4	Celulose Irani	0,4
91	Ampla Energ	0,4	Eluma	0,4
92	Celesc	0,4	Embraer	0,4
93	Celulose Irani	0,4	Fosfertil	0,4
94	Cemat	0,4	Gerdau	0,4
95	Cia Hering	0,4	Gerdau Met	0,4
96	Coelba	0,4	Ipiranga Pet	0,4
97	Fosfertil	0,4	Randon Part	0,4
98	Guararapes	0,4	Suzano Petroqu	0,4
99	Inds Romi	0,4	Telesp Operac	0,4
100	Ipiranga Pet	0,4	Tim Participacoes	0,4
101	Paranapanema	0,4	Aracruz	0,38
102	Petroquisa	0,4	Bombril	0,38
103	Politeno	0,4	Brasil T Par	0,38
104	Sanepar	0,4	Brasil Telecom	0,38
105	Bardella	0,35	Coelce	0,38
106	Bombril	0,35	Embratel Part	0,38
107	Coelce	0,35	Kepler Weber	0,38
108	Dixie Toga	0,35	Mundial	0,38
109	Elektro	0,35	Renner Particip	0,38
110	EMAE	0,35	Trevisa	0,38
111	Embraco	0,35	Bardella	0,36
112	F Cataguazes	0,35	EMAE	0,36
113	Ferbasa	0,35	Petroleo Manqui	0,36
114	Metal Leve	0,35	Politeno	0,36
115	Cemar	0,3	Portobello	0,36
116	Coteminas	0,3	Saraiva Livr	0,36
117	Eluma	0,3	Tekno	0,36
118	Kepler Weber	0,3	Acesita	0,34
119	M&G Poliest	0,3	AES Tiete	0,34
120	Mangels	0,3	Dimed	0,34

Nº	Empresa	IGOV	Empresa	IGOVdif
121	Mendes Jr	0,3	Elektro	0,34
122	Metisa	0,3	F Cataguazes	0,34
123	Mundial	0,3	Guararapes	0,34
124	Ripasa	0,3	Inds Romi	0,34
125	Tekno	0,3	Vivo Part	0,34
126	Trafo	0,3	Coteminas	0,32
127	Aco Altona	0,25	Ripasa	0,32
128	Dimed	0,25	Sansuy	0,32
129	Fertibras	0,25	Schulz	0,32
130	Fibam	0,25	Teka	0,32
131	Grazziotin	0,25	Fertibras	0,3
132	Magnesita	0,25	Grazziotin	0,3
133	Petroleo Manguinhos	0,25	M&G Poliest	0,3
134	Portobello	0,25	Magnesita	0,3
135	Renner Particip	0,25	Plascar	0,3
136	Sansuy	0,25	Schlosser	0,3
137	Schlosser	0,25	Trafo	0,3
138	Schulz	0,25	Gera Paranapanema	0,28
139	Trevisa	0,25	Pronor	0,28
140	Forjas Taurus	0,2	Sao Carlos	0,28
141	Gera Paranapanema	0,2	Aco Altona	0,26
142	Globex	0,2	Fibam	0,26
143	Inepar Energia	0,2	Mendes Jr	0,26
144	Multibras	0,2	Multibras	0,26
145	Plascar	0,2	Forjas Taurus	0,24
146	Pronor	0,2	Globex	0,24
147	Sao Carlos	0,2	Mangels	0,24
148	Teka	0,2	Vigor	0,24
149	Vigor	0,2	Inepar Energia	0,22
150	CEB	0,15	Polialden	0,22
151	Inepar Construcoes	0,15	Tectoy	0,22
152	Polialden	0,15	Yara Brasil	0,22
153	Tectoy	0,15	Wetzel	0,18
154	Wetzel	0,15	CEB	0,16
155	Yara Brasil	0,15	Inepar Construcoes	0,16

Tabela 6. Índice de governança corporativa das empresas brasileiras IGOV dif e IGOV, onde a escala de pontos varia de 0 a 1 (normalizado).

O índice de governança corporativa (IGOVdif) das empresas pertencentes à amostra apresenta as seguintes estatísticas descritivas, considerando a escala do índice sem normalização, variando entre 0 a 50 pontos.

Variável	1º Quartil	2º Quartil	3º Quartil	4º Quartil	Amostra
IGOVdif	18,00	21,00	27,00	42,00	155

Tabela 7. Estatística descritiva do índice de governança corporativa (IGOVdif)

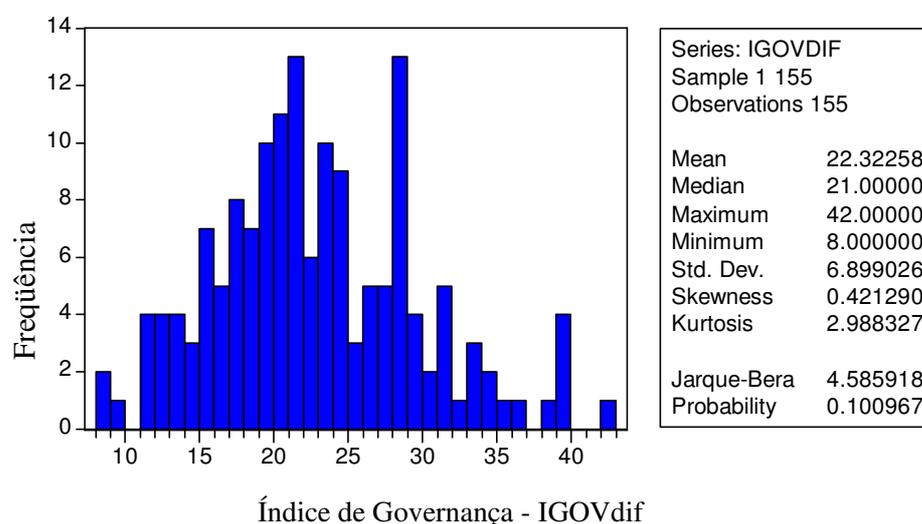


Tabela 8. Histograma do índice de governança corporativa (IGOVdif)

Com a utilização do índice de governança com pesos diferentes, o máximo de pontuação obtida, como mencionado antes, foi da empresa Sabesp com 42 pontos (equivalente a 0,84 pontos, normalizando, 42 dividido por 50) contra um total de 50 pontos. O índice de governança médio foi de 22,32 com 75% das empresas apresentando um IGOVDif igual ou inferior a 27. A média do índice (IGOVdif) também pode ser considerada baixa, dado que está abaixo da média do total de 50 pontos.

6. Resultados

6.1 Determinantes da Governança Corporativa

6.1.1 Regressão utilizando o IGOV

Os resultados das regressões do índice de governança corporativa (IGOV) contra seus possíveis determinantes são apresentados na Tabela 9. Cada coluna corresponde a uma regressão distinta utilizando variáveis alternativas de estrutura de propriedade (CON, PROP e DIF) e de desempenho (Q TOBIN, LOAT e LAJIRDA). Como exemplo, na coluna 1 foi utilizado a variável independente de direito de controle CON, como variável de estrutura de propriedade e Q TOBIN como variável de desempenho.

Como complemento do trabalho, além de analisar os resultados de cada regressão, iremos comparar com os resultados obtidos no estudo do Silveira, Barros e Fama (2004). Nesse primeiro momento, utiliza-se o índice de governança corporativa (IGOV) com pesos iguais nas suas 20 perguntas e com as seguintes variáveis independentes: CREC, log(REC), TANG, ADR, BOV, CON, PROP, DIF, Q TOBIN, LOAT, LAJIRDA, IDENT 1, IDENT 2, IDENT 3, IDENT 4, PAYOUT e IND. A única diferença entre as regressões será a periodicidade. No estudo anterior os dados utilizados eram do ano de 2002 e agora os dados foram atualizados para o ano de 2005.

De acordo com a Tabela 9, observa-se uma relação positiva significativa no nível de 5% entre o tamanho da empresa (log(REC)) e o nível de governança corporativa, ou seja, empresas maiores podem possuir maiores custos de agência decorrentes do fluxo de caixa

livre, necessitando de boas práticas de governança para mitigar esse problema. De acordo com outro artigo de Silveira, Barros e Fama (2005), possivelmente as empresas maiores também tem uma maior necessidade de captação externa e por sua maior disponibilidade de recursos para arcar com os custos associados à implementação e manutenção de práticas de governança. No trabalho anterior, os resultados foram semelhantes.

Adicionalmente, observou-se que as empresas emissoras de ADRs (ADR) e as que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa (BOV), também explicam positivamente o nível de governança (IGOV), ambas ao nível de significância de 5%. Isso pode ser explicado pelo fato de que para as empresas tanto para emitir ADRs ou para aderir aos níveis diferenciados de GC do Bovespa, têm que se enquadrar a padrões mais rígidos de governança corporativa, apresentando assim uma melhor governança corporativa. Quando comparamos essas variáveis com o estudo do Silveira, Barros e Fama (2004), observamos um resultado igual na variável ADR, porém a variável BOV, antes não era significativa. Dessa forma, podemos concluir que após três anos, a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa do Bovespa, vem se tornando cada vez mais importante, com cada vez mais empresas fazendo parte e reconhecendo a sua agregação de valor.

Em relação as variáveis de estrutura de propriedade (CON, PROP e DIF), as variáveis de direito de controle (CON) e diferença entre direito de controle e direito sobre o fluxo de caixa (DIF) são negativamente significante ao nível de 5% em relação ao nível de governança corporativa, sugerindo que a presença de um acionista controlador forte em termos de direito de voto associa-se de forma negativa à qualidade de governança e também se constatou que quanto maior o excesso de direito de controle em relação ao direito sobre

o fluxo de caixa do controlador, pior o nível de governança. A variável de direito sobre o fluxo de caixa (PROP) apesar de apresentar os sinais dos coeficientes positivos, não apresentou significância. Os mesmos dados foram encontrados por Silveira, Barros e Fama (2004), onde foram significativos nas variáveis CON e DIF, e na variável PROP esta também não apresentou relação com o índice.

Os resultados da influência das variáveis de desempenho (Q TOBIN, LOAT e LAJIRDA) sobre o nível de governança corporativa (IGOV) foram todos positivos e significantes, diferente do estudo anterior onde apenas a variável LAJIRDA apresentou significância. Isso sugere que as empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança corporativa. Quanto melhor o desempenho da empresa, melhor a governança esperada da empresa em virtude da menor expropriação dos acionistas externos.

Em relação as variáveis de identidade do acionista controlador, apenas a variável do controle familiar (IDENT3) apresentou significância com o IGOV em duas das nove regressões e com uma relação negativa, ou seja, quanto mais concentrado for o controle nas mãos de controladores familiares, maior a possibilidade de expropriação dos minoritários, o que gera um pior nível de governança corporativa. No estudo anterior, não foi encontrada relação com nenhuma variável de identidade do controlador e o índice IGOV.

A variável de índice de payout (PAYOUT) apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de 5% em três regressões, representando que quanto maior o interesse do controlador em dividir com os minoritários os resultados da empresa por meio de pagamento de dividendos, melhor será seu o nível de governança corporativa. Esse

resultado foi diferente do estudo anterior do Silveira, Barros e Fama (2004), dado que antes não foi encontrada significância nessa variável.

A variável de indústria (IND) também apresentou uma relação positiva com o índice de governança (IGOV), o que significa que o setor de atividade pode ter influência sobre a governança corporativa, por exemplo, setores mais regulados podem ter obrigação de se adequarem a melhores práticas de GC.

As variáveis de oportunidades futuras de crescimento (CREC) e natureza das operações (TANG) não parecem ter impacto sobre o nível de governança corporativa das empresas.

Para concluir essa primeira análise, o R^2 ajustado médio da Tabela 9 foi maior do que o R^2 ajustado das regressões realizadas no estudo anterior com os dados de 2002. Isso significa, que nesse estudo as variáveis explicativas explicam mais o índice de governança corporativa (IGOV) do que antes. O R^2 médio das regressões abaixo foi de 51,6%.

	IGOV								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
CREC	0,505 0,39	0,426 0,40	0,492 0,39	0,657* 0,38	0,549 0,40	0,539 0,38	0,705* 0,38	0,607 0,40	0,599 0,38
log(REC)	1,216*** 0,32	1,465*** 0,33	1,436*** 0,31	0,936*** 0,34	1,207*** 0,35	1,146*** 0,33	0,941*** 0,34	1,226*** 0,35	1,175*** 0,33
TANG	0,090 0,20	0,096 0,20	0,074 0,20	0,106 0,20	0,112 0,21	0,094 0,20	0,099 0,20	0,103 0,50	0,085 0,20
ADR	1,109** 0,56	1,234** 0,59	1,525*** 0,57	1,325** 0,56	1,5085** 0,59	1,748*** 0,56	1,316** 0,56	1,489** 0,60	1,7318*** 0,56
BOV	2,338*** 0,42	2,412*** 0,44	2,526*** 0,42	2,540*** 0,42	2,635*** 0,44	2,705*** 0,41	2,537*** 0,01	2,626*** 0,44	2,697*** 0,47
CO N	***-0,042 0,01			***-0,042 0,01			***-0,042 0,01		
PROP		0,003 0,01			0,009 0,01			0,008 0,01	
DIF			***-0,035 0,01			***-0,041 0,01			***-0,041 0,01
Q TOBIN	0,652*** 0,21	0,636*** 0,23	0,474** 0,22						
LOAT				4,731** 1,96	4,888** 2,04	4,992*** 1,93			
LAJIRDA							9,723** 4,30	9,493** 4,49	9,512** 4,24
IDENT 1	0,226 2,46	-3,442 2,46	-2,737 2,28	-0,018 2,49	-4,041 2,47	-2,815 2,26	0,053 2,50	-3,971 2,48	-2,808 2,28
IDENT 2	-0,544 2,39	*-4,061 2,37	-3,069 2,23	-0,743 -0,31	*-4,545 2,38	-3,057 2,21	-0,711 2,43	*-4,524 -1,89	-3,094 2,23
IDENT 3	-1,287 2,42	*-4,504 2,40	-3,299 2,29	-1,470 -0,60	**4,888 2,41	-3,204 2,27	-1,467 2,45	**4,908 2,42	-3,276 2,29
IDENT 4	0,185 2,56	-3,664 2,56	-2,993 2,37	0,037 0,01	-4,195 2,57	-2,983 2,35	0,069 2,60	-4,167 2,58	-3,023 2,36
PAYOUT	0,001** 0,00	0,001 1,58	0,001 0,00	0,001** 0,00	0,001 0,00	0,001 0,00	0,001** 0,00	0,001 0,00	0,001 0,00
IND	1,554** 0,75	1,588** 0,78	1,479** 0,75	1,531** 0,76	1,577** 0,79	1,533** 0,75	1,147 0,76	1,190 0,79	1,141 0,75
Intercepto	2,702 2,93	1,015 3,05	1,270 2,91	4,453 3,00	2,585 3,11	2,947 2,92	4,309 3,01	2,381 3,12	2,688 2,93
R2 ajustado	53,6%	49,2%	53,3%	52,4%	48,4%	54,0%	52,2%	48,0%	53,4%
Prob. (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Empresas (n)	155	155	155	155	155	155	155	155	155

A variável dependente é o índice de governança corporativa (IGOV) especialmente construído conforme a seção 5. A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 3.2. Os dados são relativos ao ano de 2005. Os números em negrito e itálico indicam o desvio-padrão, e cada intercepto pode conter um (*) que representa a estatística t, onde ***,** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método dos mínimos quadrados e em todas as especificações o teste de heterocedasticidade de White não rejeitou a hipótese nula de homocedasticidade.

Tabela 9. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOV)

6.1.2 Regressão utilizando o IGOV18

Dado que no índice de governança corporativa (IGOV) existem questões sobre estrutura de propriedade, tais como as questões 18 e 19, que estão relacionadas à concentração do direito de voto e ao excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores, estas perguntas foram excluídas do índice, formando um novo índice, o IGOV18.

Os resultados das regressões utilizando o IGOV18 como variável dependente são apresentados na Tabela 10. Da mesma forma como foi feito antes, vamos analisar os resultados dessa nova regressão, comparar com a regressão anterior e também com os resultados obtidos por Silveira, Barros e Fama (2004), quando também foi criado um índice de governança corporativa com essas mesmas características, mas com os dados para o ano de 2002.

Desta forma, as variáveis de oportunidades futuras de crescimento (CREC) e natureza da operação (TANG), não apresentaram significância com o índice de governança corporativa (IGOV18), assim como no exercício utilizando o IGOV e no estudo do Silveira, Barros e Fama (2004) utilizando o IGOV18 com os dados de 2002. As variáveis de identidade do acionista (IDENT) e índice de payout (PAYOUT) nesse exemplo não apresentaram relação com o IGOV18, assim como no estudo anterior, mas diferente do estudo com o índice IGOV.

As variáveis de tamanho da empresa ($\log(\text{REC})$) e emissão de ADRs (ADR) apresentaram relação positiva com o nível de governança corporativa (IGOV18), todas com um nível de

significância de 5%, da mesma maneira que essas variáveis também apresentaram essas características utilizando o IGOV e na regressão do Silveira, Barros e Fama (2004). A variável de adesão aos níveis de GC do Bovespa (BOV), também está positivamente relacionada ao índice IGOV18, como no exemplo anterior com o índice completo IGOV, mas no estudo do Silveira, Barros e Fama (2004), essa variável não apresentou relevância.

A grande diferença encontrada com a utilização do índice IGOV18 foi nas variáveis que se referem à estrutura de propriedade (CON, PROP e DIF). No caso da variável de direito de controle (CON), se manteve os mesmos sinais dos coeficientes e a significância de 5% (antes o resultado foi mais robusto estatisticamente), mas na variável que mede a diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa (DIF), os resultados encontrados na Tabela 10 abaixo, sugerem uma relação negativa e significativa ao nível de 5% apenas em duas das três regressões. Quando se comparam esses resultados com os do Silveira, Barros e Fama (2004), as variáveis CON e DIF perderam a sua significância, logo esses resultados foram mais satisfatórios do que os obtidos no estudo para o ano de 2002 .

No caso da variável de direito sobre o fluxo de caixa (PROP), esta apresentou sinais alternados nos coeficientes, ora positivo, ora negativo e continuou a não apresentar significância. No estudo do Silveira, Barros e Fama (2004), os coeficientes dessa variável foram todos positivos, porém também sem significância e comparando com o índice anterior, IGOV, obtivemos resultados semelhantes.

Dessa maneira, conclui-se que dado à mudança de significância estatística na variável DIF, sugere uma maior sensibilidade da relação entre estrutura de propriedade e nível de governança corporativa de acordo com a aproximação utilizada para a qualidade da governança corporativa, com a exclusão das questões 18 e 19.

Por outro lado, mais uma vez todas as variáveis de desempenho (Q TOBIN, LOAT e LAJIRDA) mostraram uma relação positiva com o nível de governança corporativa (IGOV18) ao nível de significância de 5%. No estudo do Silveira, Barros e Fama (2004), apenas a variável LAJIRDA apresentou significância.

A variável da indústria (IND) apresentou relação positiva com o IGOV18 em seis das nove regressões, diferente do resultado anterior com o índice completo (IGOV) que em todas as especificações obtivemos significância.

Por último, vale mencionar que o R^2 ajustado encontrado utilizando o IGOV18 foi melhor do que o anterior, na média de 55%, e melhor do que se comparado ao estudo do Da Silveira. Isso significa que nesse modelo, as variáveis explicativas estão explicando melhor o índice de governança corporativa (IGOV18) com os dados atualizados para o ano de 2005.

	IGOV18								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
CREC	0,487 0,37	0,438 0,38	0,469 0,37	0,612* 0,36	0,550 0,37	0,541 0,36	0,673* 0,36	0,612* 0,37	0,608* 0,36
log(REC)	1,279*** 0,30	1,413** 0,31	1,420*** 0,30	0,941*** 0,32	1,101*** 0,32	1,073*** 0,31	0,952*** 0,32	1,119*** 0,33	1,099*** 0,32
TANG	0,163 0,19	0,169 0,19	0,157 0,19	0,186 0,19	0,190 0,19	0,179 0,19	0,177 0,19	0,180 0,19	0,169 0,19
ADR	1,436*** 0,53	1,463*** 0,55	1,645*** 0,55	1,674*** 0,54	1,7714*** 0,55	1,920*** 0,54	1,662*** 0,54	1,749*** 0,55	1,902*** 0,54
BOV	2,492*** 0,40	2,516*** 0,41	2,589*** 0,40	2,715*** 0,40	2,767*** 0,41	2,812*** 0,40	2,709*** 0,40	2,756*** 0,41	2,802*** 0,40
CO N	**0,026 0,01			**0,026 0,01			**0,027 0,01		
PROP		-0,003 0,01			0,004 0,01			0,003 0,01	
DIF			*0,0167 0,01			**0,024 0,01			**0,020 0,01
Q TOBIN	0,679*** 0,20	0,692*** 0,21	0,596*** 0,21						
LOAT				5,799*** 1,86	5,887*** 1,90	5,953*** 1,85			
LAJIRDA							11,732*** 4,09	11,598*** 4,18	11,600*** 4,09
IDENT 1	-0,314 2,35	-2,309 2,29	-2,256 2,19	-0,585 2,36	-2,972 2,29	-2,352 2,18	-0,497 2,38	-2,889 2,31	-2,345 2,19
IDENT 2	-0,837 2,29	-2,789 2,21	-2,557 2,15	-1,054 2,30	-3,324 2,21	-2,539 2,13	-1,014 2,31	-3,299 2,23	-2,586 2,15
IDENT 3	-1,230 2,31	-3,055 -1,36	-2,667 2,20	-1,413 2,32	-3,467 2,24	-2,554 2,19	-1,409 2,33	-3,490 2,26	-2,640 2,20
IDENT 4	-0,199 2,45	-2,284 2,39	-2,269 2,28	-0,356 2,46	-2,865 2,39	-2,259 2,26	-0,317 2,47	-2,383 2,40	-2,307 2,28
PAYOUT	0,001* 0,00	0,001 0,00	0,001 0,00	0,001 0,00	0,001 0,00	0,001 0,00	0,001* 1,71	0,001 0,00	0,001 0,00
IND	1,583** 0,72	1,614** 0,73	1,554** 0,72	1,602** 0,72	1,630** 0,73	1,605** 0,72	1,134 0,72	1,162 0,74	1,134 0,72
Intercepto	0,069 2,81	-0,840 2,85	-0,856 2,80	2,109 2,85	1,009 2,89	1,172 2,81	1,912 2,86	0,780 2,90	0,889 2,83
R2 ajustado	56,1%	54,3%	55,2%	55,7%	54,0%	55,9%	55,2%	53,4%	55,3%
Prob. (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Empresas (n)	155	155	155	155	155	155	155	155	155

A variável dependente é o índice de governança corporativa (IGOV18) especialmente construído conforme a seção 5. A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 3.2. Os dados são relativos ao ano de 2005. Os números em negrito e itálico indicam o desvio-padrão, e cada intercepto pode conter um (*) que representa a estatística t, onde ***,** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método dos mínimos quadrados e em todas as especificações o teste de heterocedasticidade de White não rejeitou a hipótese nula de homocedasticidade.

Tabela 10. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOV18).

6.1.3 Regressão utilizando o IGOVdif

Nas regressões anteriores obtivemos resultados satisfatórios utilizando o IGOV e o IGOV18. Esses índices, como já dito antes, são constituídos por 20 perguntas binárias e objetivas, todas com pesos iguais e foram divididas em 4 (quatro) categorias: Acesso às Informações, Conteúdo das Informações Públicas, Estrutura do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade e Controle. Nessa seção, estaremos utilizando o índice de governança corporativa (IGOVdif) com as mesmas 20 perguntas atualizadas com os dados do ano de 2005, mas com pesos diferentes nas suas categorias.

De acordo com a Tabela 11, vamos analisar o impacto da diferenciação dos pesos, nos sinais dos coeficientes e na sua significância. E iremos comparar com os dois modelos anteriores, e não mais com os estudos do Silveira, Barros e Fama (2004), dado que eles não realizaram esse tipo de análise.

O resultados da variável de oportunidades futuras de crescimento (CREC) que nos estudos anteriores aparecia como não significativa, apresentou significância ao nível de 5% em duas das nove regressões, sugerindo que quanto mais oportunidades futuras de crescimento uma empresa tiver, mais recursos ela precisará captar e, portanto a empresa deverá ter um melhor nível de governança corporativa para facilitar as captações de recursos. Outra variável que apresentou um resultado um pouco diferente dos anteriores, é a variável de tamanho da empresa ($\log(\text{REC})$), embora todos os coeficientes estejam positivos como antes, agora apenas em duas regressões esta variável apresentou uma relação com nível de governança corporativa (IGOVdif).

Em relação as variáveis de estrutura de propriedade, as variáveis CON e DIF apresentaram mais uma vez, um coeficiente com sinais negativos em relação ao índice de governança corporativa e um nível de significância robusto em ambas variáveis. E a variável PROP apresentou dessa vez um sinal positivo em relação ao IGOVdif, mas continuou não sendo significativo. Os resultados das variáveis de estrutura de propriedade apresentaram uma maior robustez e com os coeficientes com os sinais corretos nas três variáveis, isso pode ser explicado dado que foi atribuído à categoria Estrutura de Propriedade e Controle o peso 3 (três).

As variáveis de desempenho (Q Tobin, LOAT e LAJIRDA) apresentaram resultados bem diferentes das regressões anteriores, a maioria das variáveis não apresentaram significância, apenas nas regressões 1 e 2 observou-se uma relação positiva e significativa no nível de 5% entre a variável Q Tobin e o nível de governança corporativa da empresa. Este resultado sinaliza que os estudos que visam capturar o impacto de mecanismos de governança sobre o desempenho podem sofrer o problema econométrico de endogeneidade ou causalidade reversa (mencionado na seção 2), já que o desempenho também parece causar impacto nos mecanismos de governança.

O resultado mais importante dado a mudança de pesos, pode ser observado nas variáveis de identidade do acionista do controlador, as variáveis de propriedade privada estrangeira (IDENT 1), propriedade privada nacional (IDENT 2) e propriedade familiar (IDENT 3) apresentaram, significância em algumas das nove regressões ao nível de 5% e com os sinais de todos os coeficientes negativos. Com a variável de propriedade estrangeira (IDENT 1) ou nacional (IDENT 2) obtivemos sinais negativos em todas as especificações, indicando

que com o controle em posse de controladores nacionais e/ou estrangeiros, menor o incentivo a se adequarem aos níveis de governança corporativa. No caso, por exemplo, da maior concentração do controle nas mãos de controladores familiares, menor o apetite a adotar melhores práticas de governança corporativa dado a possibilidade dos controladores de perderem parte do controle.

A variável de adesão aos níveis diferenciados de GC do Bovespa (BOV) apresentou uma relação positiva e significativa com o índice de governança corporativa (IGOVdif). O mesmo resultado dos testes anteriores. E a variável de PAYOUT apresentou uma relação positiva e significativa em três regressões, semelhante com o resultado obtido utilizando o IGOV, porém quando comparamos com o índice IGOV18, esta variável não apresentou significância em nenhuma das especificações. E a variável emissão de ADR mostrou-se positivamente relacionado com o índice e com significância em apenas duas regressões ao nível de 5%, esse resultado foi bem diferente dos anteriores, onde essa variável era significativa em todas as nove regressões.

As variáveis de natureza da operação (TANG), identidade do acionista (IDENT 4) e tipo da indústria (IND) não parecem ter impacto com o nível de governança corporativa das empresas IGOVdif. Nesse estudo, a variável IND perdeu a significância quando comparamos com as regressões anteriores, utilizando os índices IGOV e IGOV18.

Por último, o resultado utilizando o IGOVdif apresentou um R^2 ajustado menor do que os testes anteriores (37%), como podemos ver na tabela 12 abaixo. Nesse caso, as variáveis explicativas explicam menos a variável IGOVdif do que nos outros testes realizados.

	IGOVdif								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
CREC	1,451 0,96	1,246 1,00	1,451 0,94	1,878** 0,95	1,568 0,99	1,561* 0,92	1,935** 0,95	1,654* 0,99	1,652* 0,91
log(REC)	1,296* 0,78	2,016** 0,81	1,858** 0,75	0,850 0,84	1,608* 0,86	1,391* 0,79	0,828 0,84	1,627* 0,87	1,428* 0,80
TANG	-0,086 0,48	-0,077 0,51	-0,139 0,48	-0,072 0,49	-0,061 0,51	-0,109 0,48	-0,080 0,49	-0,073 0,51	-0,123 0,48
ADR	1,151 1,38	1,638 1,47	2,394* 1,37	1,157 1,40	2,151 1,47	2,772** 1,36	1,561 1,40	2,123 1,48	2,748** 1,36
BOV	4,719*** 1,03	4,981*** 1,09	5,2704*** 1,02	5,112*** 1,05	5,4000*** 1,09	5,574*** 1,01	5,113*** 4,89	5,387*** 1,09	5,562*** 1,08
CO N	***-0,109 0,03			***-0,109 0,03			***-0,110 0,03		
PROP		0,022 0,02			0,033 0,02			0,032 0,02	
DIF			***-0,112 0,02			***-0,121 0,02			***-0,120 0,02
Q TOBIN	1,377*** 0,53	1,263** 0,56	0,826 0,53						
LOAT				7,249 4,87	7,724 5,07	7,976* 4,69			
LAJIRDA							16,085 10,66	15,433 11,11	15,533 10,30
IDENT 1	-2,583 6,09	** -13,055 6,09	* -9,971 5,52	-3,049 6,19	** -14,206 6,13	* -10,100 5,51	-2,941 6,19	*** -14,098 6,14	* -10,091 5,52
IDENT 2	-4,070 5,93	** -13,981 5,88	* -10,162 5,40	-4,458 6,02	** -14,921 5,39	* -10,139 5,39	-4,412 6,02	*** -14,889 5,93	* -10,200 5,40
IDENT 3	-6,642 5,98	*** -15,587 5,95	** -11,276 5,54	-7,056 6,08	*** -16,372 6,00	** -11,124 5,54	-7,045 6,07	*** -16,402 6,00	** -11,239 5,55
IDENT 4	-1,266 6,33	* -12,283 6,34	-9,235 5,73	-1,570 6,44	* -13,33 6,39	-9,222 5,72	-1,519 6,44	** -13,285 6,40	-9,287 5,73
PAYOUT	0,003** 0,00	0,002 0,00	0,002 0,00	0,003** 0,00	0,002 0,00	0,002 0,00	0,003** 0,00	0,002 0,00	0,002 0,00
IND	2,226 1,85	2,282 1,94	1,976 1,82	2,042 1,88	2,162 1,96	2,033 1,82	1,435 1,88	1,544 1,96	1,401 1,81
Intercepto	21,658*** 7,26	16,812** 7,56	18,040** 7,05	24,676*** 7,46	19,443** 7,13	20,781*** 7,12	24,581*** 7,45	19,166** 7,13	20,402*** 7,12
R2 ajustado	39,0%	33,0%	41,2%	37,0%	31,7%	41,4%	37,0%	31,5%	41,2%
Prob. (F)	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Empresas (n)	155	155	155	155	155	155	155	155	155

A variável dependente é o índice de governança corporativa (IGOVdif) especialmente construído conforme a seção 5. A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 3.2. Os dados são relativos ao ano de 2005. Os números em negrito e itálico indicam o desvio-padrão, e cada intercepto pode conter um (*) que representa a estatística t, onde ***,** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método dos mínimos quadrados e em todas as especificações o teste de heterocedasticidade de White não rejeitou a hipótese nula de homocedasticidade.

Tabela 11. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOVdif).

R ² ajustado	Regressões									média
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
IGOV	53,6%	49,2%	53,3%	52,4%	48,4%	54,0%	52,2%	48,0%	53,4%	51,6%
IGOV18	56,1%	54,3%	55,2%	55,7%	54,0%	55,9%	55,2%	53,4%	55,3%	55,0%
IGOVdif	39,0%	33,0%	41,2%	37,0%	31,7%	41,4%	37,0%	31,5%	41,2%	37,0%

Tabela 12. R² ajustado para cada teste realizado: IGOV, IGOV18 e IGOVdif.

Além da criação do índice IGOVdif com a diferenciação dos pesos por categoria, foi testado também, conforme explicado na seção 5, a criação de um outro índice de governança corporativa, também com a diferenciação dos pesos, porém de maneira distinta. O outro índice conhecido como IGOVdif10, foi dividido em duas partes, onde nas dez primeiras perguntas foram atribuídos peso igual a 1 (um) e nas outras dez perguntas foram atribuídos pesos igual a 2 (dois), seguindo a mesma lógica da diferenciação de pesos do índice anterior IGOVdif, onde acreditamos que nas duas primeiras categorias de perguntas são informações mais básicas e necessárias das empresas, que com o passar dos anos e dado as maiores exigências do mercado, da Bovespa, as empresas passaram a disponibilizar publicamente e com um fácil acesso cada vez mais informações. Os resultados dessas novas regressões utilizando como variável dependente o índice de governança corporativa IGOVdif10 contra as mesmas variáveis explicativas utilizadas anteriormente, foram muito semelhantes aos resultados do índice IGOVdif. A única diferença ocorreu na variável de tamanho da empresa log(REC), nesse caso essa variável apresentou uma relação positiva e significativa com o índice IGOVdif10 em quase todas as regressões realizadas. Dado as pequenas diferenças encontradas nesse levantamento, não estaremos mostrando os resultados abertos.

7. Relação entre governança corporativa e o valor de mercado das empresas

Nesta seção analisaremos de forma simplificada a relação entre valor de mercado e o índice de governança IGOVdif. Em diversos estudos sobre a relação entre a governança corporativa e o valor de mercado das empresas, assume-se que os mecanismos de governança são variáveis exógenas, ou seja, que não são determinadas por outro mecanismo de governança ou outras características das empresas. Porém podem ocorrer situações onde a variável de governança corporativa e seus mecanismos sejam variáveis endógenas. Dessa forma, alguns estudos realizados recentemente podem apresentar resultados viesados e inconsistentes, dado a presença de endogeneidade ou causalidade reversa entre as variáveis de governança corporativa e a performance das empresas, como foi abordado na seção 2.

Segue abaixo a regressão pelo método de MQO, entre a variável dependente de desempenho Q Tobin e o índice de governança corporativa IGOVdif, apenas para ter uma idéia da relação entre essas variáveis, caso fosse cumprida a hipótese de exogeneidade.

Regressão pelo método de MQO

Variável dependente: Q TOBIN	
IGOVDif	0,035
<i>des. padrão</i>	0,01
Intercepto	0,349
<i>des. padrão</i>	0,237
R2 ajustado	6,70%
Prob. (F)	0,000
Empresas (n)	155

Tabela 13. Regressão simples pelo método de MQO entre a variável Q Tobin e IGOVdif.

Uma análise simples da regressão acima, mostra uma relação positiva entre o índice de governança IGOVdif e a variável de desempenho Q Tobin. Ou seja, o índice de governança também parece influenciar o desempenho das empresas e vice-versa.

Agora se as variáveis de governança corporativa forem correlacionadas com os termos de erro, então os estimadores serão enviesados e inconsistentes. Assim analisado a relação entre a variável de governança corporativa IGOVdif e o termo do erro gerado pela regressão simples entre a variável Q Tobin e o IGOVdif, observamos que a primeira correlação encontrada entre essas variáveis teve um resultado aproximado de zero, ou seja, não mostrando correlação entre o termo erro e a variável considerada como exógena, IGOVdif. Porém, a correlação do quadrado dessas variáveis, foi positiva, de 0,13, sugerindo então a relação entre o termo do erro e o índice de governança corporativa. Logo, de uma maneira bem simplificada, podemos acreditar na existência de correlação entre o termo do erro e o índice de governança corporativa, IGOVdif.

A partir disso, deveríamos partir para um tratamento mais apurado para tentar mitigar o problema de causalidade reversa do modelo, mas o aprofundamento desse tema foge a idéia central desse trabalho.

Neste sentido as possíveis soluções seriam usar variáveis instrumentais, equações simultâneas ou painel de efeito fixo para tentar mitigar os possíveis problemas econométricos. Ver os estudos de Black, Jang e Kim (2005), Silveira, Barros e Fama (2005) e Leal e Carvalhal Da Silva (2004).

A abordagem utilizando variáveis instrumentais lida melhor com o problema de endogeneidade ou causalidade reversa do que as abordagens através de equações por MQO, pois as variáveis instrumentais possuem duas importantes características, uma forte correlação com a qualidade da governança corporativa e não possui correlação com o termo do erro da equação original. Segundo Black, Jang e Kim (2005), o instrumento ideal tem que ser exógeno e não influenciado pela variável dependente, no caso a variável de performance corporativa, mas deve ser correlacionado com o índice de governança corporativa. Assim o instrumento deverá influenciar a performance das empresas de maneira indireta.

8. Conclusão

O objetivo principal do estudo foi investigar os possíveis determinantes da qualidade de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. E o impacto dessas variáveis sobre o índice de governança corporativa. Foram criados quatro índices de governança corporativa: o IGOV – baseado no questionário com 20 perguntas e todas com pesos iguais, o IGOV18 – com as mesmas características do anterior, mas excluindo as questões 18 e 19 (questão 18 – se o controlador possui menos do que 70% do total de ações e questão 19 – se o excesso (DIF) de direitos de voto (% ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%) e o IGOVdif e IGOVdif10 – utilizando pesos diferenciados por categoria das perguntas. E por último identificar qual foi o melhor dos três índices utilizados.

Em relação ao índice de governança corporativa (IGOV), as seguintes variáveis apresentaram significância em pelo menos duas das regressões: log(REC), ADR, BOV, CON, DIF, Q TOBIN, LOAT, LAJIRDA, IDENT 3, PAYOUT e IND. Nessas regressões foram encontrados resultados muito importantes, as variáveis apresentaram os sinais dos coeficientes conforme o esperado e com uma significância ao nível de 5%. Apenas as variáveis de oportunidades futuras de crescimento (CREC), natureza da operação (TANG), direito sobre o fluxo de caixa (PROP) e identidade do controlador (IDENT 1, 2, 4) não apresentaram relação com índice de governança corporativa.

É importante ressaltar os resultados das variáveis de estrutura de propriedade e controle e das variáveis de desempenho. Primeiramente, as regressões sugerem que a concentração da

estrutura de propriedade e controle influencia a qualidade de governança corporativa, especificamente, quanto maior for a concentração das ações com direito a voto nas mãos dos controladores da companhia e maior for a disparidade entre o direito a voto e o direito ao fluxo de caixa, indica a possibilidade de expropriação, refletindo numa pior qualidade de governança corporativa. A relação entre CON e DIF com o IGOV foram negativamente significativa e PROP não apresentou significância.

Em relação aos resultados das variáveis de desempenho da empresa, as três variáveis Q TOBIN, LOAT e LAJIRDA apresentaram sinais positivos e significativos, indicando que quanto melhor o desempenho da companhia, melhor será a governança corporativa esperada em virtude da menor expropriação dos acionistas externos.

A amostra apresentou um R^2 ajustado médio de 51,3%, ou seja, as variáveis independentes explicam 51,3% a variável dependente IGOV. Os resultados encontrados foram mais satisfatórios do que os resultados utilizando os dados para o ano de 2002, pois apresentaram mais variáveis significativas ao nível de 5% e um R^2 ajustado maior.

Os resultados das regressões utilizando o índice de governança (IGOV18) apresentaram resultados semelhantes ao obtido com o índice de governança corporativa completo (IGOV). Mas vale destacar o impacto nas variáveis de propriedade e controle, com a exclusão das perguntas 18 e 19, a variável de direito de controle (CON) obteve uma relação negativa e significativa ao nível de 5%, (menos robusta estatisticamente do que com o IGOV) e a variável DIF apresentou significância de 5%, mas em 1 (uma) regressão esta variável perdeu a sua significância. No estudo anterior do Silveira, Barros e Fama (2004)

ambas as variáveis, CON e DIF, não apresentavam relação estatística com o índice. Mas utilizando o índice completo IGOV ambas foram negativas e significantes em relação ao índice de governança.

Em relação as variáveis de desempenho, todas obtiveram sinais positivos e com significância de 5%, sendo um resultado adicional ao do Silveira, Barros e Fama (2004) e semelhante usando o índice completo IGOV. O R^2 ajustado médio dessa amostra foi maior do que ao do índice completo IGOV e também do estudo do Silveira, Barros e Fama (2004), sendo de 53,7%.

O resultado do índice de governança, o IGOVdif, que utiliza pesos diferentes por categoria de perguntas, de acordo com os resultados da Tabela 11, essa amostra apresentou muitas variáveis significantes ao nível de 5%. Porém foi a amostra que obteve o menor R^2 ajustado médio, sendo de 35,6%, mas apesar de ser o menor dos três índices, não pode ser considerado um modelo, dado que seu valor não é tão baixo assim e obteve resultados importantes.

Vale destacar as variáveis que apresentaram as maiores alterações comparativamente aos modelos anteriores, dado a diferenciação dos pesos.

A variável de identidade do acionista controlador apresentou significância em três tipos de variáveis: a variável que representa o controle com propriedade privada estrangeira (IDENT 1), propriedade privada nacional (IDENT 2) e propriedade familiar (IDENT 3). As três apresentaram coeficientes negativos e significantes ao nível de 5%. Isso sugere que quanto maior a concentração do controle nas mãos de controladores estrangeiros e/ou

nacionais e/ou familiares, menor o apetite a adotar melhores práticas de governança corporativa dado a possibilidade dos controladores de perderem parte do controle.

As variáveis de desempenho, diferentemente do que havíamos visto com os índices IGOV e IGOV18, perderam a sua significância em praticamente todas as regressões, apenas no caso da variável Q TOBIN, esta obteve significância de 5% nas duas primeiras regressões. Este resultado sinaliza que os estudos que visam capturar o impacto de mecanismos de governança sobre o desempenho podem sofrer o problema econométrico de causalidade reversa, já que o desempenho também parece causar impacto nos mecanismos de governança.

A variável de oportunidades futuras de crescimento (CREC) também apresentou significância ao nível de 5% apenas nas regressões 4 e 7 da Tabela 11, isso sugere que quanto mais oportunidades futuras de crescimento uma empresa tiver, mais recursos ela precisará captar e, portanto a empresa deverá ter um melhor nível de governança corporativa para facilitar as captações de recursos.

Por outro lado, a variável de tamanho da empresa ($\log(\text{REC})$), embora todos os coeficientes sejam positivos, em apenas duas regressões esta variável apresentou uma relação com nível de governança corporativa (IGOVdif).

Por conta da questão de endogeneidade apresentada acima, que na seção 7, foi esclarecido de maneira simplificada, dado que foge ao foco desse trabalho, o que esse problema pode gerar nos modelos econométricos e quais são as possíveis soluções empíricas.

Para concluir, percebemos ao longo desse trabalho, as inúmeras melhorias e aprimoramentos por parte das empresas ao longo desses três anos, dado que comparamos o estudo do Silveira, Barros e Fama (2004) para o ano de 2002, com este estudo atualizado para 2005, em termos de governança corporativa. Nesse estudo, encontramos mais variáveis consideradas como determinantes da qualidade de governança corporativa em relação aos índices criados, visando identificar porque algumas empresas submetidas ao um mesmo ambiente contratual podem adotar melhores práticas de governança corporativa do que outras. Os quatros índices apresentaram resultados satisfatórios e com algumas diferenciações relevantes entre eles, dado as suas particularidades.

Referências Bibliográficas

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. São Paulo: **Editora Atlas**, 2004.

BLACK, Bernard; JANG, Hasung; KIM, Woochan. Does corporate governance predict firms' markets values?' Evidence from Korea. **Stanford Law Economics Olin Working Paper No. 237**, Maio, 2005. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=311275>.

BÖRSCH-SUPAN, Axel; KÖKË, Jens. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **ZEW discussion paper nº 00-17**, April 2000. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=373383>.

CARVALHO, A.G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – A experiência dos anos 90. **Economia Aplicada**, v. 4, n. 3, p. 595-632, 2000.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J., LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n.6, p. 2741-2771, 2002.

DURNEV, A.; KIM, E. H.. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **University of Michigan Working Paper**; Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference, 2003. Available at <http://ssrn.com/abstract=318719>.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, p. 305-360, October, 1976.

KLAPPER, Leora; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper nº 2818**, April, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1115, 1998.

_____. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-28, 2000a.

_____. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 57, n.3, 2002.

LEAL, Ricardo P.. Governance practices and corporate value – A recent Literature Survey. **COPPEAD/UFRJ**, Rio de Janeiro, 2004.

_____. CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **COPPEAD/UFRJ** working paper. Junho, 2004.

_____. CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate governance, transparency, and value in Brazil. **V Encontro Brasileiro de Finanças**, 2005. Disponível em <http://www.sbfina.org.br/>.

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

SILVEIRA, Alexandre M.; BARROS, Lucas A.; FAMÁ, Rubens. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **IV Encontro**

Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho, 2004 (CD-ROM). Disponível em <http://www.sbfin.org.br/>.

_____. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **V Encontro Brasileiro de Finanças**, 2005. Disponível em <http://www.sbfin.org.br/>.

SILVEIRA, Alexandre M. Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. **FEA/USP**, outubro, 2002.

_____. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. **FEA/USP**, novembro, 2004.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)