

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

LAÍSE FERRAZ CORREIA

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

Belo Horizonte

2008

Livros Grátis

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

Milhares de livros grátis para download.

LAÍSE FERRAZ CORREIA

UM INDICE DE GOVERNANÇA PARA EMPRESAS NO BRASIL

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

Área de concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral

Co-orientador: Prof. Dr. Pascal Louvet

Belo Horizonte

2008

C824i
2008

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

Orientador: Hudson Fernandes Amaral
Co-orientador: Pascal Louvet

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

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

CDD: 658.4



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

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

APROVAÇÃO;

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

() REPROVAÇÃO.

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

NOMES

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

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

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

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

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

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

ASSINATURAS

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

AGRADECIMENTOS

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

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

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

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

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

À CAPES, pelo apoio financeiro.

RESUMO

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

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

ABSTRACT

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

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

RÉSUMÉ

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

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

LISTA DE FIGURAS

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

LISTA DE QUADROS

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

LISTA DE TABELAS

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

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

SUMÁRIO

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

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

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

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

1 INTRODUÇÃO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 A PROBLEMÁTICA DA PESQUISA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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](#)