

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

ALEXSANDRO LOPES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELAÇÃO COM DESEMPENHO
E O VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

SÃO LEOPOLDO, RS

2012

Alexsandro Lopes

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELAÇÃO COM DESEMPENHO
E O VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador:
Prof. Dr. Francisco Mesquita Zanini

Co-orientadora:
Profª. Dra. Clea Beatriz Macagnan

São Leopoldo

2012

Alexsandro Lopes

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E A RELAÇÃO COM DESEMPENHO
E O VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Aprovada em 17 de maio de 2012.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini
Orientador
Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Prof. Dra. Clea Beatriz Macagnan
Coorientador
Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Prof. Dr. João Zani
Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Prof. Dr. Igor Alexandre Clemente de Moraes
Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Prof. Dra Marcelle Collares
Universidade – UNIFOR

Ficha Catalográfica

L864g Lopes, Alexsandro
 Governança corporativa e a relação com desempenho e o valor das
 empresas brasileiras. / por Alexsandro Lopes. – 2012.
 102 f. : il. ; 30cm.

 Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos,
 Programa de Pós-Graduação em Ciências contábeis, São Leopoldo, RS,
 2012.

 “Orientação: Prof. Dr. Franscisco Mesquita Zanini; Co-orientação:
 Profª. Dra. Clea Beatriz Macagnan, Ciências Econômicas”.

 1. Governança corporativa. 2. Governança corporativa –
 Desempenho. 3. Valor. 4. *Free Float*. I. Título.

CDU 658.012.43

Catalogação na Publicação:
Bibliotecária Camila Quaresma Martins - CRB10/1790

Dedico este trabalho a Deus, razão de eu existir,
à minha espetacular família e ao meu amor, Carina,
pelo apoio em toda e qualquer circunstância.

AGRADECIMENTOS

Agradecer a todos os que ajudaram a construir esta dissertação não é tarefa fácil. O maior perigo que se coloca para o agradecimento seletivo não é decidir quem incluir, mas decidir quem não mencionar.

Então, se devo ser seletivo, é melhor começar do início.

Meu maior agradecimento é dirigido aos meus pais, pelo incentivo. Carina, minha companheira nesta trajetória, soube compreender, como ninguém, a fase pela qual passei. Durante a realização deste trabalho, sempre tentou entender minhas dificuldades e minhas ausências, procurando se aproximar de mim através da própria dissertação. Agradeço-lhe, carinhosamente, por tudo isto.

Minha seleção no âmbito acadêmico deve também começar do início.

Ao Prof. Dr. Ernani Ott, pela grande oportunidade de ter participado das disciplinas de Pós-Graduação e, principalmente, por seu exemplo contagiante de paixão pela academia.

Agradeço ao Prof. Dr. Francisco Mesquita Zanini pela consideração de ter aceito a orientação de minha dissertação, por todas as revisões, por todos os questionamentos, pela compreensão. Espero retribuir, com a seriedade de meu trabalho, a confiança que em mim depositou.

Ao Prof. Dr. João Zani, pelas importantes críticas e sugestões a esta dissertação, pelo apoio e incentivo durante todo o Curso de Mestrado e por seu exemplo dinâmico.

Aos Professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UNISINOS, pelas oportunidades de aprendizado nas disciplinas do Mestrado.

Agradeço aos funcionários da Secretaria pela atenção e solicitude com que me atenderam durante o período do Mestrado, em especial a Luciana e a Antônia.

Aos meus amigos e colegas, que, de uma forma ou de outra, contribuíram com sua amizade e com sugestões efetivas para a realização deste trabalho, gostaria de expressar minha profunda gratidão, em especial a Sonia Beatriz Silveira Alves, Eliana Anceles, Mauricio Farias Cardoso, Leandro Lumbieri e Fabiano Franco Chitolina, colegas com quem tive o privilégio de conviver e aprender.

Por fim, mas não com menos importância, agradeço a Deus por me dar forças para continuar e não desistir do trabalho.

*“Tudo é ousado
para quem a nada se atreve.”*

Fernando Pessoa

RESUMO

A Governança Corporativa pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controles, internos e externos, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência. O tema é importante em vista da ampla difusão da hipótese de que as práticas de Governança afetam o valor e o desempenho das empresas. A dissertação investiga se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras no período de 2000 a 2010 e se as companhias com práticas de governança adequadas às recomendações do IBGC e da CVM alcançaram maior valor de mercado ou melhor desempenho. Foram consideradas cinco variáveis de governança: segregação nos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (SC), tamanho do conselho (TOT), independência do conselho (INDEP), adesão aos níveis de governança corporativa (GC) e ações livres ou “*free float*” (FF). Aplicando técnicas de dados em painel entre as variáveis dependentes de valor e desempenho e as variáveis independentes de governança corporativa, a variável (SC) apresentou forte evidência de que, em média, empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho foram mais valorizadas pelo mercado. Contrariando a situação esperada, em relação à variável de independência do conselho (INDEP) as empresas com grau de independência mais elevado tiveram desempenho financeiro inferior às demais. A variável *free float* apresentou correlação negativa com o valor das empresas. A variável de adesão aos níveis de governança corporativa (GC) e tamanho do conselho (TOT) não apresentaram relação estatística significativa com as variáveis de valor e desempenho.

Palavras-chave: Governança corporativa. Desempenho. Valor. *Free Float*.

ABSTRACT

Corporate governance can be understood as a set of incentive and controls mechanisms, internal and external, which aim to minimize the costs of the problems arising from the agency. The issue is important because it is widely held assumption that governance practices affect the value and of the performance company. This thesis investigates whether the corporate governance structure was relevant to Brazilian companies from 2000 to 2010 and the recommendations of the appropriate companies and CVN IBGC achieved higher market value or performance. Five variables were considered Governance: segregation in the positions of CEO and chairman (SC), board size (TOT), board independence (INDEP), the membership levels of Corporate Governance (CG) and free actions or "free float "(FF). Applying techniques of panel data between the dependent variables of value and performance and the independent variables of corporate governance, the variable (SC) presented strong evidence that, on average, companies that had different people holding the positions of CEO and chairman, were most valued by the market. Contrary to the expected situation in relation to variable board independence (INDEP) companies with higher degree of independence had financial performance lower than the others. The free float variable was negatively correlated with the value of companies. The variable levels of adherence to corporate governance (CG) and board size (TOT) showed no statistically significant relationship against the variables of value and performance.

Keywords: Corporate Governance. Performance. Worth. Free Float.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BOVESPA	- Bolsa de Valores de São Paulo
CALPERS	- <i>California Public Employees Retirement System</i>
CVM	- Comissão de Valores Mobiliários
CAM	- Câmara de Arbitragem doravante
EUA	- Estados Unidos da América
GAAP	- <i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
IAS	- <i>International Accounting Standards</i>
IASB	- <i>International Accounting Standards Board</i>
IBGC	- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	- Índice BOVESPA
IFRS	- <i>International Financial Reporting Standards</i>
IGC	- Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
NYSE	- (New York Stock Exchange)
OECD	- <i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>
ON	- Ordinárias nominativas
PDG	- <i>Président Directeur Générale</i>
PN	- Preferenciais nominativas
AS	- Sociedade Anônima
SEC	- <i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	- Sarbanes-Oxley
SC	- Segregação nos cargos de diretor executivo e presidente do conselho
TOT	- Tamanho do conselho
INDEP	- Independência do conselho
GC	- Adesão aos níveis de governança corporativa
FF	- Ações livres ou “ <i>free float</i> ”

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – O problema de agência dos gestores e governança corporativa	20
Tabela 1 – Concentração da propriedade (2002)	32
Tabela 2 – Aderência a recomendações OCDE na America Latina	33
Tabela 3 – Resultados esperados	57
Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis (2000 a 2010)	62
Tabela 5 – Correlação entre as variáveis de governança corporativa entre 2000 a 2010 . . .	65
Tabela 6 – Correlação entre as variáveis de governança, valor, desempenho variáveis de controle de 2000 a 2010	66
Tabela 7 – Matriz de correlação Q de Tobin	68
Tabela 8 – Matriz de correlação LAJIRDA	71
Tabela 9 – Matriz de correlação RLOAT	73
Tabela 10 – Resultados esperados em comparações encontradas	75
Quadro 1 – Modelo de governança corporativa: uma síntese comparativa	37
Quadro 2 – Principais exigências indicadas para cada nível	42
Quadro 3 – Evidências empíricas de governança no Brasil	46
Quadro 4 – Evidências empíricas de governança no mundo	47
Quadro 5 – Sistema de informações utilizadas no estudo	49
Quadro 6 – Orientação da variável dependente de valor e as variáveis independentes de governança corporativa	61
Gráfico 1 – Tamanho do conselho de administração	63
Gráfico 2 – Segregação entre diretor executivo e presidente do conselho	64
Gráfico 3 – Evolução do <i>Free float</i>	65

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 FORMULAÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA	13
1.2 OBJETIVOS DA INVESTIGAÇÃO	15
1.3 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA	16
1.4 DELIMITAÇÃO DO TRABALHO	17
1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE	18
2.2 O PROBLEMA DE AGÊNCIA DOS GESTORES	19
2.3 O PROBLEMA DOS CONTRATOS INCOMPLETOS	21
2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA	22
2.5.1 Sistemas de governança corporativa no mundo	23
2.5.1.1 O sistema de governança anglo-saxão	24
2.5.1.2 Governança corporativa nos Estados Unidos	25
2.5.1.3 Governança corporativa no Reino Unido	26
2.5.2 Governança corporativa nipo-germânica	27
2.5.2.1 Governança corporativa no Japão	28
2.5.2.2 Governança corporativa na Alemanha	29
2.5.3 Governança corporativa latino-europeia	30
2.5.4 Governança corporativa latino-americana	32
2.5.5 Fatores de diferenciação dos modelos de governança corporativa no mundo	35
2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	37
2.6.1 Evolução da governança corporativa no Brasil	37
2.6.2 Práticas da governança corporativa no Brasil	40
2.6.3 Novo Mercado	40
2.6.4 Boas práticas de governança corporativa e seus benefícios: evidências empíricas	42
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	48
3.1 CLASSIFICAÇÃO	48
3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE DADOS	48
3.3 HIPÓTESES DA PESQUISA	49
3.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS	50
3.4.1 Variáveis de governança corporativa	50
3.4.2 Variáveis dependentes	52
3.4.2.1 De valor	52
3.4.2.2 De desempenho	53
3.4.4 Variáveis de controle	54

3.5 TRATAMENTO ESTATÍSTICO E ANÁLISE DOS DADOS	55
3.6 RESULTADOS ESPERADOS	57
3.7 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	58
3.7.1 Variáveis ausentes no modelo	59
3.7.2 Seletividade da amostra	59
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	61
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	61
4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO	67
4.3 RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO MEDIDO PELO LAJIRDA	70
4.4 RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR MEDIDO PELO RLOAT	72
4.5 RESULTADOS ESPERADOS VERSUS ENCONTRADOS	74
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	77
REFERÊNCIAS	79
APÊNDICE 1 – Teste Hausman, Q de Tobin	86
APÊNDICE 2 – Equação 1, Q de Tobin com efeitos fixo	87
APÊNDICE 3 – Equação 1, Q de Tobin com efeitos fixo	88
APÊNDICE 4 – Equação 1, Q de Tobin com efeitos fixo	89
APÊNDICE 5 – Equação 1, Q de Tobin com efeitos fixo	90
APÊNDICE 6 – Teste de Heterocedasticidade, Q de Tobin e demais variáveis da equação principal	91
APÊNDICE 7 – Teste de Hausman, LARJIRDA	92
APÊNDICE 8 – Equação 1, LARJIRDA com efeitos fixo	93
APÊNDICE 9 – Equação 1, LARJIRDA com efeitos fixo	94
APÊNDICE 10 – Equação 1, LAJIRDA com efeitos fixo	95
APÊNDICE 11 – Equação 1, LAJIRDA com efeitos fixo	96
APÊNDICE 12 – Equação, LARJIRDA com efeitos fixos	97
APÊNDICE 13 – Teste de Heterocedasticidade, LARJIRDA e demais variáveis da equação principal	98
APÊNDICE 14 – Teste de Hausman, RLOAT	99
APÊNDICE 15 – Equação 1, RLOAT com efeitos fixos	100
APÊNDICE 16 – Equação 1, RLOAT com efeitos fixos	101
APÊNDICE 17 – Equação 1, RLOAT com efeitos fixos	102
APÊNDICE 18 – Teste de Heterocedasticidade, RLOAT e demais variáveis da equação principal	103

1 INTRODUÇÃO

Na economia capitalista, o financiamento para a viabilidade de empreendimentos é crucial ao crescimento das empresas e, conseqüentemente, ao desenvolvimento econômico dos países onde elas estão inseridas. O fluxo de capital para financiar está sujeito a linhas eficientes de recursos dos agentes poupadores para os investimentos produtivos. Essas linhas, por sua vez, estão associadas diretamente com a confiança dos investidores, não apenas com relação à capacidade econômico-financeira dos empreendimentos, mas combinadas com a obtenção de proveitos para si deste investimento (SILVEIRA, 2004). A governança corporativa tem objetivado adequar estas relações com a seguinte definição:

Governança corporativa é o conjunto de restrições que os gestores aplicam sobre si próprios, ou que os investidores aplicam sobre os gestores de forma a reduzir a alocação errada de recursos *ex post* e induzir os fornecedores a disponibilizarem mais recursos *ex ante* (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p.737).

A governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. O risco de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados decorre, fundamentalmente, da existência de uma situação de separação entre propriedade e controle (LEAL, 2004). Esta, por sua vez, ocorre pelo fato de o fornecedor de recursos não participar diretamente das decisões corporativas. Assim sendo, a gestão da empresa passa a ser exercida não necessariamente pelo proprietário, como citado por Berle e Means (1932).

A separação da propriedade e do controle entre acionistas e gestores por meio de oferta pública de ações, característica marcante das grandes corporações modernas, fez com que surgisse a necessidade da criação de mecanismos de alinhamento dos interesses dos gestores aos dos acionistas, a fim de atenuar os conflitos de interesse (LEAL, 2004).

A redução dos prejuízos causados pelos conflitos de interesse entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos depende da presença de uma estrutura interna e externa. A este mecanismo de incentivo e controle dá-se o nome de governança corporativa, conforme Silveira (2002), tendo como exemplos, entre outros, o conselho de administração, a estrutura de propriedade e controle, a obrigatoriedade de publicação de relatórios regulares, a remuneração dos gestores e a posse de ações por parte de executivos pelas empresas.

O tema Governança Corporativa vem ganhando destaque e importância por ser reconhecido como uma saída para muitas empresas que visam melhorar sua imagem no

mercado e aumentar o potencial de valorização dos ativos, ganhando competitividade por meio de maior transparência na condução de seus negócios (SILVEIRA, 2002).

Diante desse contexto, o presente estudo tem como objetivo contribuir para esta discussão, por meio da busca da existência de uma relação quantitativa significativa entre variáveis de governança corporativa, desempenho e valor da empresa.

1.1 FORMULAÇÃO DA SITUAÇÃO-PROBLEMA

O problema de agência dos gestores é, portanto, a base para o entendimento das questões de governança corporativa e, conseqüentemente, o ponto de partida para descobrir a melhor estrutura de governança a ser empregada. Sob esta perspectiva, apesar de os executivos serem contratados para tomar decisões no sentido de maximizar a riqueza dos acionistas, eles muitas vezes acabam tomando decisões que maximizam sua utilidade pessoal, destruindo o valor corporativo, conforme Silveira (2004).

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

Os contratos que regulam as relações entre as partes podem ser formais ou informais, ou seja, expressos e declarados em escrito assinado pelas partes, ou informalmente, quando as relações são orientadas pelo uso e costumes que sustentam e dão legitimidade às ações praticadas entre as partes relacionadas.

Como demonstrou Klein (1983), os contratos perfeitos e completos, que abrangem todas as contingências e as respostas às mudanças e aos desafios do ambiente de negócio, simplesmente deixaram de existir, isso se em algum momento existiram realmente. E as três razões essenciais para sua não existência são: o grande número de contingências possíveis, a multiplicidade de reações às contingências e a crescente frequência com que as contingências imprevisíveis passaram a ocorrer.

Como todas essas realidades deságuam na impossibilidade de se definir contratos completos, outorga-se aos gestores, em consequência, mais do que a execução de ações previsíveis: o direito residual de controle da empresa, resultante do livre arbítrio para a tomada de decisões em resposta a eventos não previstos (ANDRADE; ROSSETI, 2006). Esta condição outorgante é definida como *managerial discretion*, ou juízo gerencial, de acordo com Silveira (2002), juízo que pode estar mais a serviço dos objetivos dos gestores do que dos acionistas, gerando conflitos de agência.

A Governança Corporativa (GC) tem sido, cada vez mais, um tema central tanto no âmbito legal como no das finanças, na busca de um sistema equilibrado de decisões que contribua de forma definitiva para o desempenho e o valor das empresas, tendo parte, assim, no sucesso e na manutenção das corporações.

Outra definição para governança corporativa é dada por Silveira *et al.* (2004): “Governança corporativa é o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para a minimização dos custos decorrente do problema de agência dos gestores”.

No Brasil, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2010, p.12) adota esta óptica financeira de governança corporativa, haja vista que a define como sendo “as práticas e os relacionamentos entre os acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital”.

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM tenta ampliar um pouco a dimensão financeira ao conceituar a GC como o conjunto de práticas que têm por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Mas essa instituição acrescenta que a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolveria, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Logo, verifica-se que o enfoque central se atém aos interesses dos *stakeholders* financeiros. O escopo da governança corporativa está, assim, ligado aos interesses conflitantes, à divisão de poder entre *stakeholders*, à monitoração das atividades e dos objetivos da administração pelo conselho administrativo, às auditorias independentes e aos conselhos fiscais, para preservar a ética e a transparência nas atividades da empresa.

Constata-se que uma das principais ferramentas de GC é o conselho de administração, conforme Leal (2004), e cabe-lhe a função de controlar a alta gestão, ratificando as decisões relevantes tomadas e monitorando a gerência. Sob esta óptica, é de se esperar que empresas

com um conselho de administração mais independente e ativo tendam a obter melhores resultados e, portanto, maior criação de valor para os acionistas.

À medida que se assume que a governança poderia afetar o desempenho e o valor das companhias abertas, o presente estudo investiga se algumas variáveis de governança afetam o desempenho e o valor da empresa, buscando sugerir se existe alguma forma mais eficiente de estruturar a direção superior da empresa para maximizar seu valor. Em suma, busca-se minimizar os custos por meio de soluções estruturais internas do conselho da administração, expressas por sua composição e seu tamanho, que poderiam indicar a existência de um arranjo ideal de governança das empresas.

Desta forma, a partir da suposição da existência de boas práticas de governança corporativa, surge a questão-problema central do presente trabalho: As características da governança corporativa das companhias abertas brasileiras exercem influência sobre o desempenho e o valor destas companhias?

1.2 OBJETIVOS DA INVESTIGAÇÃO

Diante do exposto, este estudo tem como objetivo geral:

Identificar se as características da governança corporativa das companhias abertas brasileiras exercem influência sobre seu desempenho e seu valor.

Para atingir o objetivo geral, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- Verificar se, além de existir uma relação significativa entre as variáveis de desempenho e valor das empresas, ela é direcionada para o sentido proposto como estrutura de governança corporativa, isto é, conforme as recomendações dos códigos de governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).
- Descrever a estrutura de governança de alguns países com mercados de capitais mais aprimorados, confrontando-os a fim de que sirvam como aprendizado para a experiência brasileira. Este objetivo será esgotado na discussão do Referencial Teórico.
- Apresentar a forma pela qual as instituições ligadas ao mercado de capitais, governamentais ou não, definem as boas práticas de governança corporativa, descrevendo as principais iniciativas que visam incentivar as empresas a aprimorar suas práticas de governança. Este objetivo também será esgotado durante a apresentação do Referencial Teórico do presente trabalho.

1.3 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

As grandes corporações originam-se de duas formas de financiamento dos empreendimentos: a interna e a externa. Na interna, empreendedores talentosos constroem impérios com recursos originários de seus próprios negócios; na externa, grandes corporações se estabelecem praticamente desde seu nascedouro com ampla captação de recursos (*debt* e, essencialmente no caso americano, *equity*), conforme Rogers, Securato e Ribeiro (2008). Segundo Andrade e Rossetti (2006), nos dois casos, independentemente da forma de recurso que impulsiona a formação das grandes corporações, o controle acionário torna-se pulverizado, culminando na separação entre propriedade e gestão; daí o surgimento de problemas e conflitos que anteriormente não existiam, como ressaltam Berle e Means (1932) ao apontarem a separação entre propriedade e controle como paradigma central da teoria econômica das empresas e ao enunciarem a divergência de interesses entre administradores e proprietários como possível desvio do objetivo de maximização dos lucros.

Sobre essa temática, a teoria da agência, apresentada de forma abrangente por Jensen e Meckling (1976), prediz que os problemas de agenciamento provenientes do conflito de interesses existem não apenas entre gestores e acionistas, mas em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, quer ela ocorra ou não em uma situação de hierarquia entre o agente e o principal. Especificamente em relação à visão contratual das relações que surgem da separação entre propriedade e gestão, inicia-se uma relação de agência na qual os acionistas são outorgantes do contrato, e os gestores, os outorgados. Nesse sentido, os esforços dos agentes principais (acionistas) devem ser concentrados em ações / estratégias / mecanismos / práticas que minimizem os conflitos e os custos de agência.

Dentro desse contexto surge a discussão sobre a governança corporativa que, segundo Andrade e Rossetti (2006), enfatiza duas questões-chave: os conflitos e os custos de agência. Nessa medida, Blair (1999) menciona que a governança corporativa trata dos meios utilizados pelas empresas para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito de acionistas e de seus dirigentes de alto nível. Segundo Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa estabelece os caminhos pelos quais os investidores (acionistas e credores) das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos.

Tais impactos justificam a relevância de estudar se as empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentam melhor desempenho e maior valorização no mercado do que as empresas com práticas de governança inferiores no Brasil.

O entendimento e a adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas poderiam, caso confirmada a hipótese de sua importância, ser úteis para ajudá-las a se tornarem mais eficientes e para desenvolver o mercado de capitais nacional.

1.4 DELIMITAÇÃO DO TRABALHO

Esta dissertação focaliza o conflito de agência, compreendida como o potencial de expropriação da riqueza dos investidores pelos gestores em uma situação de separação de controle e da propriedade, ou como o potencial de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores em uma situação na qual os controladores exercem poder quase total sobre os gestores. O objetivo de aplicação de tal perspectiva é saber como os investidores, tanto terceiros (credores) quanto acionistas (compradores de ações), podem aumentar a probabilidade de os gestores lhes devolverem o investimento aplicado com o devido retorno.

O estudo foca-se nas características do conselho de administração, na adesão ou não das empresas aos níveis diferenciados de governança existentes na BM&FBovespa, e no nível de *free float*, não abordando outros mecanismos internos importantes para a redução dos custos de agência. Ademais, o estudo é centrado nas companhias abertas existentes no mercado brasileiro no período compreendido entre 2000 e 2010.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

No Capítulo 1 traz-se a contextualização do tema, a apresentação do problema de pesquisa, os objetivos da dissertação e a justificativa para sua realização, além da delimitação do tema e da estrutura do trabalho.

No Capítulo 2 expõe-se o embasamento teórico do trabalho, apresentando os sistemas de governança corporativa mais sofisticados do mundo e o do Brasil, assim como trabalhos assemelhados ao presente.

No Capítulo 3 apresenta-se a metodologia empregada no estudo com os critérios de classificação da governança corporativa no Brasil, a definição da população e a amostra, as técnicas de coleta e tratamento dos dados e as limitações da pesquisa.

No Capítulo 4 traz-se o relato dos resultados obtidos.

A seguir, no Capítulo 5, são apresentadas as considerações finais do trabalho, ao qual seguem as Referências.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O Referencial Teórico aqui apresentado baseia-se em três conceitos: separação de propriedade e gestão, conflito de agência e governança corporativa. O conflito de agência define a relação estudada entre os acionistas e os gestores; ela pode propiciar o surgimento de perda de desempenho e de valor da empresa que ocorre de várias formas. Por fim, a governança corporativa surge como alternativa, por meio de seus diversos mecanismos, para amenizar o problema de modo a tornar as empresas mais confiáveis a todos os *stakeholders*.

2.1 SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE

No trabalho *A moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, Berle e Means (1932) tratam a questão da separação entre propriedade e controle nas corporações, definida pela criação de corpos gerenciais formados por profissionais não-detentores de capital. Os ganhos associados à maior eficiência gerencial de profissionais qualificados contratados no mercado devem ser contrapostos aos custos de agência relacionados à estruturação de contratos adequados, especialmente quanto à estrutura e aos mecanismos de controle sobre os gerentes profissionais.

A eficiência dos tomadores de decisões, vista sob a óptica do(s) proprietário(s) do capital, não está dissociada do risco que ocorre em termos de acesso aos resíduos. Pode-se levantar a hipótese de que, não tendo direitos sobre os resíduos, o tomador de decisões incorrerá em ações distintas daquelas que tomaria no caso de possuir, assim como instituiria benefícios não-assalariados em maior proporção.

A separação entre a propriedade e o controle cria uma situação na qual os interesses do(s) proprietário(s) e do(s) executivo(s) podem divergir, como apontam Berle e Means (1932), e onde desaparecem muitas restrições, que antes limitavam o uso do poder e anteriormente não existiam. Neste contexto de dissociação entre propriedade e controle ganha importância a ação dos administradores. É fundamental estabelecer seus limites, suas formas, seus papéis e suas responsabilidades.

A dissociação entre a propriedade e o controle iniciou quase exclusivamente no contexto das Sociedades Anônimas americanas, no princípio do século XX, ocasionando uma gama muito grande de conflitos de interesses que têm como fundamento, de um lado, os interesses de proprietários, e de outro, os interesses dos controladores, na relação entre a propriedade e o controle, bem como os interesses dos administradores e dos funcionários da

organização, na relação entre os gestores e seus subordinados no âmbito do controle. A abordagem de Berle e Means (1932) abriu espaço para aspectos amplos que deram origem às principais teorias de finanças.

2.2 O PROBLEMA DE AGÊNCIA DOS GESTORES

A formalização da teoria de agência foi apresentada de forma abrangente, pela primeira vez, por Jensen e Meckling (1976), que citam que os problemas de agência provenientes do conflito de interesses são virtualmente existentes em todas as atividades de cooperação entre indivíduos, quer ela ocorra ou não em uma situação de hierarquia entre o principal e o agente.

Jensen e Meckling (1976, p.310) definem uma relação de agência como “um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) emprega(m) outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente”. Portanto, a hipótese fundamental para a teoria de agência advém do fato de agente e principal serem pessoas diferentes a partir de suposições da natureza humana apresentadas pelos autores posteriormente, no artigo intitulado *The nature of man*, de 1994. Nesse trabalho, Jensen e Meckling propõem um modelo simplificado para o entendimento do comportamento humano no qual se discute a ideia de que o indivíduo pode desejar maximizar uma função que não seja sua; isto é, seu comportamento está fundamentado em seu próprio conjunto de preferências e, por sua vez, em seus objetivos.

Dessa forma, cria-se o ambiente para a hipótese fundamental da teoria de agência: a inexistência do agente perfeito. Essa hipótese, por sua vez, abre espaço para a não-existência de agente perfeito; portanto, proporciona a existência de desarmonia entre o comportamento desejado pelo principal e o efetivamente apresentado pelo agente.

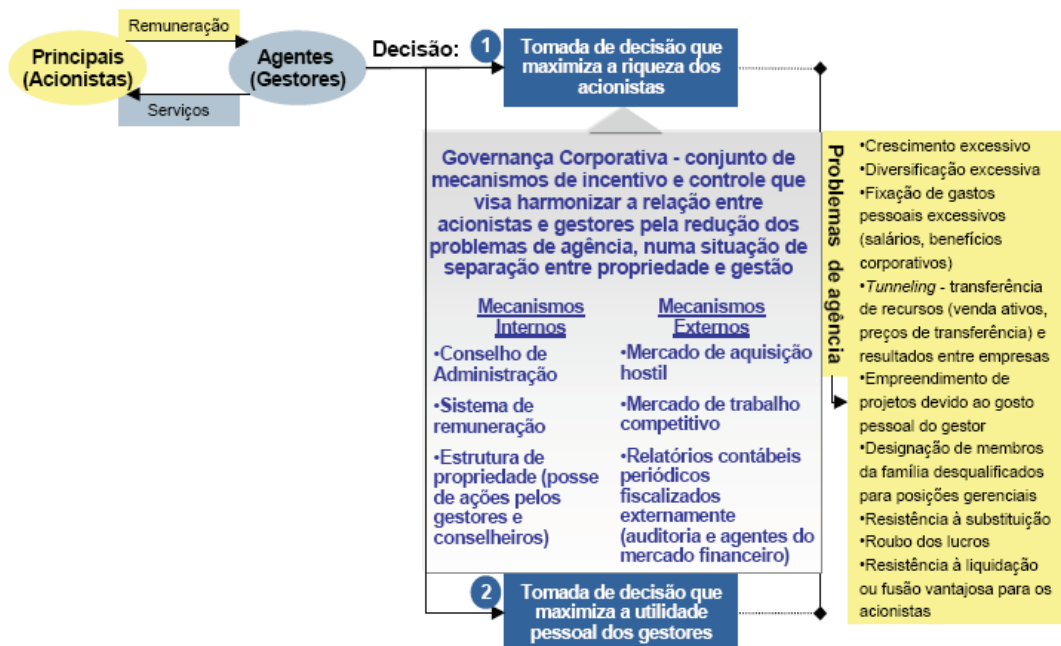
Um fator importante para a questão da sobrevivência das organizações seria o controle dos problemas de agência. Conforme Silveira (2002), se ambas as partes agem tendo em vista a maximização de sua utilidade pessoal, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, conforme Gitman (2009, p.17), com o fim de atenuar os problemas de agência e contribuir para a maximização da riqueza dos proprietários os acionistas incorrem em custos de agência, que são os de manter uma estrutura de governança corporativa capaz de monitorar o comportamento dos administradores, evitar práticas administrativas desonestas e oferecer-lhes incentivos financeiros para maximizar o preço da ação.

Desta forma, Jensen e Meckling (1976, p.307) definem como custos de agência o somatório dos:

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

O problema de agência dos gestores, com alguns de seus principais custos, é apresentado na figura a seguir.

Figura 1 – O problema de agência dos gestores e governança corporativa



Fonte: Silveira, 2002

Lambert (2007) destaca que os modelos baseados na teoria de agência são baseados na premissa de que existem conflitos de interesses e como eles podem ser “solucionados” ou minimizados. As razões típicas para conflitos de interesses, segundo este autor, seriam:

1. aversão ao esforço por parte do agente;
2. o agente pode desviar recursos para seu consumo pessoal;
3. horizontes de tempos diferentes (o agente pode não estar preocupado com o efeito futuro de suas ações, pois não planeja permanecer na companhia); e
4. diferentes níveis de aversão ao risco por parte do agente.

O conflito de agência é um elemento essencial da chamada “visão contratual da empresa” baseada nos direitos de propriedade, desenvolvida, entre outros, por Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972), os já citados Jensen e Meckling (1976) e Famá e Jensen (1983). Segundo Jensen (2001), a visão contratual baseia-se na ideia de que a firma é uma relação de contratos entre diversos fatores que abrangem todos os *stakeholders*.

2.3 O PROBLEMA DOS CONTRATOS INCOMPLETOS

Sob a visão contratual, os acionistas assinam um contrato que especifica aquilo que os gestores devem fazer com os recursos da empresa. Segundo Klein (1983, p.367), idealmente os gestores deveriam assinar um contrato completo (ou perfeito) entre o agente e o principal que especificasse exatamente o que devem fazer a cada instante e como o excesso de caixa deveria ser alocado em cada possível contingência. Sob esta óptica, Klein (1983) vê o mundo real em oposição ao modelo econômico padrão: os contratos completos são totalmente contingenciais e minimizadores de custos e estes não existem; os contratos completos são tecnologicamente inviáveis.

Conforme Klein (1983), os contratos seriam incompletos por três razões: primeira, por que as incertezas implicam em um vasto número de possíveis contingências; segunda, seria extremamente dispendioso se determinar e especificar as situações para ambas as partes do contrato devido à crescente frequência com que as contingências se apresentam; e terceira, os contratos seriam incompletos devido à dificuldade de mensuração e especificação das respostas ou reações de desempenho em relação ao que foi contratado. Jensen (2001, p.33) ainda afirma: “É claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos podem ser cumpridos, sejam eles explícitos ou implícitos”. Devido a estes problemas, os investidores e os gestores precisam alocar os direitos residuais de controle, isto é, os direitos de tomar decisões em circunstâncias não-previstas nos contratos, resultando no livre arbítrio para a tomada de decisões em resposta por parte do agente.

Conforme Silveira (2002), como os contratos são incompletos e como os executivos possuem mais conhecimento do negócio do que os acionistas, os primeiros geralmente ficam com o direito residual de controle, isto é, com o livre arbítrio para a tomada de decisões na alocação dos recursos da empresa, desta forma abrindo margem a um comportamento incorreto por parte do agente. Na visão de Jensen (2001, p.57), “os piores problemas de agência são resultantes do livre arbítrio por parte dos gestores e ocorrem em empresas com excesso de caixa e poucas oportunidades de investimento”.

Considerando os argumentos apresentados, há no cerne do problema de agência duas situações: a primeira refere-se ao “livre arbítrio” dos gestores para tomar decisões que envolvem a alocação de recursos da empresa, e a segunda, à expropriação dos acionistas minoritários por parte dos grandes acionistas.

2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O fenômeno da governança corporativa surgiu como tema central tanto no âmbito legal como no das finanças, na busca de um sistema equilibrado de decisões que contribuam de modo definitivo no desempenho e, assim, para o sucesso e a manutenção das corporações.

As boas práticas de governança corporativa são definidas neste estudo sob a perspectiva da teoria de agência, a exemplo das definições teóricas La Porta *et al.* (2000) e Jensen (2001) sobre o tema. Para La Porta *et al.* (2000, p.3), governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (gestores e acionistas controladores). Segundo Jensen (2001, p.58), governança é a estrutura de controle de alto nível, consistindo nos direitos de decisão do conselho de administração, do diretor executivo, dos critérios para alterá-los, do tamanho, da composição do conselho de administração e da compensação, posse de ações dos gestores e conselheiros.

De acordo com Silveira *et al.* (2004, p.365), “a governança corporativa é o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para a minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores”.

Resumindo, a governança corporativa é mais que um sistema de regulação da relação entre a propriedade (relacionada aos interesses dos acionistas) e o controle (relacionado aos interesses da administração ou gestão), tema abordado por Berle e Means no ano de 1932, abrangendo também múltiplos interesses, como os dos *stakeholders*, proporcionando à corporação transparência em suas operações, eficiência em seus processos internos e externos e eficácia em seus resultados de curto, médio e longo prazo.

No escopo de discussão sobre a governança corporativa, as questões aqui estão relacionadas aos interesses da propriedade, que está relacionada aos acionistas (*stockholders*), que têm como principal interesse a ativa transformação da corporação em um instrumento pelo qual o capital é designado para as atividades de produção e distribuição de produtos e serviços, visando maximizar o lucro corporativo e o ganho dos proprietários com um risco satisfatório. Nesse sentido, os proprietários passam a assumir uma combinação de direitos e de responsabilidades em relação a uma propriedade específica (MONKS; MINOW, 2001).

2.5.1 Sistemas de governança corporativa no mundo

Os determinantes do sistema de governança corporativa adotado pelas empresas dependem, em grande parte, do ambiente institucional no qual ele está inserido. O Estado, por meio da definição dos sistemas financeiro e legal, modela a formação do mercado de capitais locais e do grau de proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas. Desta forma, os países apresentam diferenças significativas entre os sistemas de governança corporativa das empresas.

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p.737), a maior parte das economias de mercado avançadas tem resolvido seu problema de governança corporativa de uma forma no mínimo razoável, garantindo enormes fluxos de recursos para as empresas e o retorno dos lucros aos fornecedores de recursos. Entretanto, o tema governança corporativa ganhou notoriedade mundial com os grandes escândalos financeiros envolvendo diversas corporações nos Estados Unidos (EUA), como os casos da Enron, Worldcom e Xerox, entre outras, que causaram sérios prejuízos ao mercado e despertaram a atenção da sociedade em geral para a relevância desse assunto (SILVEIRA, 2004).

O movimento da governança corporativa surgiu inicialmente nos Estados Unidos da America (EUA), na década de 80, em função das pressões exercidas pelos fundos de pensão e fundos de investimentos, que se tornaram grandes investidores no mercado de capitais (investidores institucionais) e passaram, então, a exigir mais transparência e mais informações por parte dos gestores das companhias. Dessa forma, conseguiriam impor limites aos frequentes abusos dos contadores e, com isso, investir seu dinheiro nas sociedades com mais segurança (OKIMURA, 2003).

Os sistemas básicos de governança corporativa encontrados pelo mundo podem ser divididos, conforme Andrade e Rossetti (2006), em:

- 1) sistemas que têm como base a proteção legal: anglo-saxão – EUA e Reino Unido;
- 2) sistemas baseados em grandes investidores e nos bancos da Europa Continental: nipo-germânico – Alemanha e Japão;
- 3) sistemas baseados na propriedade familiar, vistos com mais ênfase em países latinos.

Nesse ponto, importante afirmar que todos os sistemas podem ser eficientes desde que cumpram critérios apropriados ao sistema e à cultura local (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Os sistemas de governança corporativa foram desenvolvidos com base nas particularidades culturais, econômicas e históricas de cada país (SILVEIRA, 2000).

2.5.1.1 O sistema de governança anglo-saxão

No modelo de governança anglo-saxão, as participações acionárias são relativamente pulverizadas e as bolsas de valores são desenvolvidas, o que garante a liquidez dessas participações e diminui o risco dos acionistas. Isso implica menor necessidade de monitoramento direto, pois o mercado, por meio da variação de preços, sinaliza a aprovação ou não em relação aos gestores. Por outro lado, o sistema exige um grau elevado de transparência e a divulgação periódica de informações, impondo-se controles rígidos sobre o uso de informações privilegiadas (CHEW, 1997; SHLEIFER; VISHNY, 1997; LETHBRIDGE, 1997).

Além das características já mencionadas, destacam-se as seguintes:

- a principal fonte de recursos das empresas é o mercado de capitais;
- o controle está dissociado entre acionistas e agentes;
- caracteriza-se por conflito de agência entre os acionistas e a direção;
- a proteção aos acionistas minoritários é forte devido à estrutura legal e à regulação de mercado;
- o conselho de administração é uma força interna de controle que tem como característica a crescente presença de *outsiders*;
- atuação combinada de forças externas e internas como, por exemplo, a lei *Sarbanes-Oxley* – SOX, que promoveu ampla regulação da vida corporativa, fundamentada nas boas práticas de governança; e
- o ativismo de investidores institucionais.

Embora haja pouca abrangência desse modelo, prevalece a orientação *shareholder*, em que o gestor deve agir de acordo com os interesses dos acionistas e ocorrem pressões dos fundos de pensão que consideram os múltiplos interesses (BECHET; BOLTONE; RÖELL, 2002).

De acordo com Kraimer (1997), esse modelo obedece ao mecanismo *takeover*, aquisição hostil, que ocorre quando a administração age de forma que o valor das ações não seja maximizado e estas caem, momento em que os investidores externos assumem o controle acionário, o que ocasiona a contratação de novos gestores que implementarão estratégias de forma a valorizar as ações da organização.

Originado do Direito Consuetudinário, esse modelo, de acordo com Andrade e Rossetti (2006), é regulado por leis, como a *Sarbanes-Oxley*, dos Estados Unidos, que

enfatizava conformidade legal, prestação responsável de contas, mais transparência e senso de justiça. Assim sendo, os acionistas são protegidos por exigências para a adoção de padrões contábeis e pela responsabilidade legal dos gestores, que são penalizados quando desenvolvem ações fraudulentas. Como principais representantes deste regime de governança corporativa tem-se os EUA, o Reino Unido, o Canadá e a Austrália.

2.5.1.2 Governança corporativa nos Estados Unidos

Com as mudanças que começaram a surgir na década de 80, os investidores institucionais passaram a buscar maior transparência na administração das empresas em que possuíam investimentos. De acordo com Silveira (2002, p.20), uma das medidas iniciais adotada pela *Calpers* (*California Public Employees Retirement System*) foi a seguinte: atuar decisivamente na criação, em 1985, do Conselho dos Investidores Institucionais (*CII – Council of Institutional Investors*), uma associação com o objetivo de cuidar de seus interesses que atuou como importante organismo de *lobby* para alterar a legislação americana, de forma a resguardar os interesses dos acionistas.

Segundo Carlsson (2001, p.29 *apud* SILVEIRA, 2002, p.20), o programa de governança corporativa da *Calpers* teve três etapas sobrepostas que, de forma geral, retratam o desenvolvimento do tema governança corporativa nos Estados Unidos:

- abuso de poder dos gestores;
- direitos gerais dos acionistas;
- criação de valor e reconhecimento do papel do conselho administração das empresas.

De acordo com Silveira (2002, p.21), o movimento *Calpers* não mudou sozinho o contexto da governança nos EUA e contou com a participação de outras organizações, como *Council of Institutional Investors (CII)*, *Institutional Shareholder Services (ISS)* e *Teachers' Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF)*. Estas instituições desempenharam papéis importantes, criando seus próprios códigos de governança corporativa.

Para Lodi (2000, p.35), a era da governança corporativa começou em 1992, quando foi derrubado Robert Stempel, presidente da General Motors (GM) e de seu Conselho de Administração.

Uma pesquisa realizada em 1994 pelo *Calpers* com as 300 maiores companhias dos EUA mostrou que mais da metade delas estavam desenvolvendo, ou já haviam desenvolvido, diretriz de governança corporativa (SILVEIRA, 2002, p.21). Hoje se sabe que os investidores

institucionais (fundos de pensão) possuem nos EUA cerca de US\$ 19 trilhões para investimentos, e que só o fundo de pensão *Calpers* soma em ativos US\$ 138 bilhões, mostrando o poder de investimentos disponíveis por estes investidores junto ao mercado (ABAMEC, 2003, p.19).

Com todas as mudanças impostas pelos investidores institucionais (fundos de pensão) no mercado norte-americano durante as décadas de 80 e 90 e, portanto, dada a importância do mercado financeiro do país, estes investidores possuem uma enorme fonte de recursos para o financiamento de companhias do mundo inteiro. Com isso, foi possível disseminar para outros países e pressionar as companhias no sentido de adotarem as práticas e as normas da boa governança corporativa (LETHBRIDGE, 2004).

Para Okimura (2003, p.26), o modelo de governança corporativa existente nos EUA se estabelece em um ambiente onde a propriedade das companhias está pulverizada (vários acionistas), com pouco poder individual devido à pequena parcela de propriedade, mas que está protegido por um mercado acionário com alta liquidez e forte proteção legal aos acionistas minoritários.

Na mesma linha, buscando aumentar a confiança do investidor norte-americano no mercado de capitais, após os escândalos contábeis (Enron, Worldcom, Xerox) que abalaram a economia norte-americana, em 30 de julho de 2002 o governo decidiu sancionar a lei *Sarbanes-Oxley Act*, que levou o nome de seus idealizadores, Paul Sarbanes e Michael Oxley e acabou com o sistema de autorregulação do mercado, definindo uma lei mais rígida para as companhias que optarem por negociar suas ações na Bolsa dos Estados Unidos (SARBANES..., 2003, p.24).

Mesmo sendo uma questão muito difícil definir o anglo-saxão como um modelo ideal, deve-se ressaltar a fundamental importância do mercado norte-americano como financiador para as empresas, tendo seus investidores institucionais uma atuação muito importante para a disseminação dos padrões de governança corporativa em todo o mundo (LETHBRIDGE, 2004).

2.5.1.3 Governança corporativa no Reino Unido

Na Inglaterra, a governança corporativa passou a ser discutida em 1991 com a criação da Comissão *Cadbury* que foi supervisionada por Sir Adrian Cadbury, na época o Chairman do Comitê de Assuntos Financeiros do Conselho de Administração do Banco da Inglaterra (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Conforme Lodi (2000, p.55), “em dezembro de 1992 foi divulgado o Relatório Cadbury, inspirando-se na prática do mercado de capitais norte-americano”. A semelhança está em pelo menos três pontos a serem destacados:

1. separação entre as funções de presidente do conselho de administração e diretoria executiva;
2. maior presença de conselheiros independentes;
3. exigência de as empresas abrirem informações abrangentes sobre os fatores-chave dos negócios, estratégia, os riscos e as perspectiva futuras.

Na mesma concepção foi criado, em 1995, o Relatório Hampel, que analisou os outros relatórios e, entre outros temas, definiu a principal função do conselho de administração. Conforme Silveira (2002, p.22), “o comitê Hampel definiu a governança corporativa dentro de uma dupla perspectiva, de responsabilidade e prosperidade do negócio”. O Relatório Hampel foi publicado em julho de 1998 com o nome de *Combined Code*, sendo este código uma das exigências da Bolsa de Londres para a listagem das companhias (STEINBERG, 2003, p.50).

2.5.2 Governança corporativa nipo-germânica

O modelo nipo-germânico é caracterizado pela presença de grandes investidores que possuem uma parcela significativa de ações cuja administração normalmente está sob maior monitoramento. Os grandes investidores podem ser bancos, outras instituições financeiras ou outras empresas, além de estruturas familiares. Estruturas piramidais e de propriedade cruzada normalmente existem em larga escala, levando muitas vezes os grandes acionistas a votarem em nome dos minoritários (OKIMURA, 2003).

Nos anos 80, quando a economia japonesa e a alemã prosseguiram aquecidas, a governança centrada em bancos era considerada melhor, alegando, entre outras vantagens, o custo menor de capital para as empresas e a visão de longo prazo dos investidores (SILVEIRA; 2002, p.59). Entretanto, a recessão da economia japonesa que se deu na década de 90 mostra que, no caso dos bancos japoneses, a redução de custo de capital se constituía em reflexo de conluíus de bancos com as empresas para deter ameaças externas ao controle, algo longe do papel de disciplina de investimentos racionais pregado por eles – e longe de ser um sistema eficiente de governança para empresas.

A partir dos anos 90, com o declínio do sucesso pregado pelo sistema nipo-germânico, o modelo anglo-saxão acabou por ser apontado como um sistema a ser adotado

principalmente por ter conseguido atrair empresas estrangeiras na listagem de papéis no mercado de capitais americano, onde obtinham menor custo de capital, conforme Andrade e Rossetti (2006).

Mais recentemente, diversos autores, entre eles La Porta *et al.* (1998b), sugerem que a comparação dos sistemas de governança deve ser feita tomando-se por base a origem das leis do mercado em estudo.

2.5.2.1 Governança corporativa no Japão

Existem algumas semelhanças entre os modelos praticados na Alemanha e no Japão, tanto que é comum na literatura a expressão *nipo-germânica*. Mas há também diferenças. É exemplo o sistema de participações acionárias cruzadas que une os membros dos *keiretsus*, que é caso peculiar de concentração. Este é um sistema corporativo desenvolvido no Japão que contribuiu para a reconstrução industrial do país após a destruição sofrida na Segunda Guerra Mundial (LETHBRIDGE, 1997), onde os grupos “*keiretsus*” apresentam características horizontais e verticais integradas, isto é, grupos de empresas ligados pela posse cruzada de ações: uma tem pequena parcela das demais, mas o conjunto de participações das empresas-membros pode chegar a 90% do capital (ANDRADE; ROSETTI, 2006).

Com isso, a busca pelo crescimento e ganho de participação no mercado passa a ser prioridade, indo contra os objetivos de maximização dos lucros, conforme Stulz e Kang (1996, p.111):

É amplamente argumentado que os gerentes no Japão têm objetivos diferentes dos gestores dos EUA. Alguns veem esta diferença em uma luz favorável, argumentando que os gerentes japoneses não têm que se concentrar em resultados de curto prazo e podem ter uma visão de longo prazo que lhes permite produzir mais riqueza para os acionistas. Outros consideram esta diferença como prova de que os gestores japoneses são mais interessados em perseguir as metas, como a maximização das quotas de mercado do que em maximização da riqueza dos acionistas.

Segundo Carlsson (2000, p.29 *apud* SILVEIRA, 2002), o conselho de administração japonês é único e formado somente pelos executivos das organizações. Desta forma, são comuns nas grandes companhias japonesas conselhos grandes, com cerca de 50 membros. Quase sempre o homem forte do conselho é o presidente da companhia, que é responsável pela seleção de novos conselheiros e possui mais poderes que o presidente do conselho. Portanto, um conselho típico japonês, com número excessivo de membros e composição exclusivamente interna, tem funções meramente cerimoniais, não sendo um agente eficaz de

governança corporativa (SILVEIRA, 2002, p.25). Para modificar esse cenário, algumas providências tiveram que ser tomadas para o desenvolvimento e o aprimoramento da governança corporativa no Japão. Segundo Silveira (2002, p.25), a Federação Japonesa das Organizações Econômicas (*Japanese Federation of Economic Organizations*) publicou em 1997 um relatório denominado “Recomendações urgentes com relação à Governança Corporativa” (*Urgente Recommendations Concerning Corporate Governance*) que reconhece a necessidade de adaptação das empresas japonesas aos padrões internacionais de governança corporativa, como forma de manutenção da competitividade no século XXI.

No Japão, como em outros países, somente esse relatório não foi suficiente para terem a governança corporativa completamente desenvolvida. O Fórum de Governança Corporativa do Japão (*Corporate Governance Forum of Japan*) estabeleceu, em 1998, um comitê de governança corporativa que, como os outros, elaborou um relatório denominado Princípios de Governança Corporativa – uma visão japonesa (*Corporate Governance Principles – A Japanese view*), que estabelecia diretrizes mais modestas, como a necessidade de explicação formal das empresas em caso de unificação dos cargos de presidente do conselho e presidente da companhia e as recomendações de conselhos administrativos com menos membros. Segundo esse relatório, o documento deve evoluir para um código de governança corporativa a ser seguido pelas empresas. Algumas empresas já anteciparam sua evolução; a Sony, por exemplo, reduziu para 10 o número de membros de seu conselho, que antes possuía 50 conselheiros, conforme Silveira (2002).

2.5.2.2 Governança corporativa na Alemanha

Diferentemente do que ocorre na cultura empresarial anglo-saxônica, na Alemanha o capital acionário das companhias é concentrado e o financiamento predominante é o de origem bancária. O modelo de governança é predominantemente *bank oriented*, não *capital market oriented*, segundo Andrade e Rossetti (2006). Os bancos, historicamente, desempenham papel de alta relevância na governança corporativa alemã.

Na Alemanha, a política é diferenciada dos Estados Unidos e do Reino Unido. Na década de 90 as empresas alemãs começaram a adotar padrões internacionais de governança corporativa, isso por causa das forças provindas da globalização. Uma dessas forças foi o acesso das empresas alemãs às bolsas de Nova Iorque (NYSE – *New York Stock Exchange*) e de Londres (*London Stock Exchange*), que exigem que as empresas adotem certas regras de transparência e divulgação de informações (SILVEIRA, 2002).

Iniciativas destinadas a reforçar o funcionamento da estrutura de governança corporativa foram a inclusão da proibição de *insider trading*, em 1994, o fortalecimento do mercado de ações alemão, que teve grande impulso em 1997, com a criação do Novo Mercado (*Neuer Market*) da bolsa alemã de Frankfurt, e alcançou seu objetivo de canalizar capital de risco para novas empresas, a Lei de 1998 *KonTraG* (lei alemã de sociedades anônimas), que passou a proibir a criação de ações sem direito de voto e a criação de ações com voto plural para reforçar o Controle e a Transparência, que visavam melhorar o controle do conselho fiscal. No mesmo ano foi promulgada a Lei *Antitruste Atc*, que proíbe o comportamento anti-competitivo (monopólio) e as práticas desleais de negócio.

Nesse Novo Mercado ocorre o maior volume de abertura de capital de empresas na Alemanha, pois possui regras mais rígidas de proteção e transparência aos investidores, o que fez com que as novas empresas alemãs já se estruturassem dentro de alguns padrões de governança corporativa (SILVEIRA, 2002).

De acordo com Odenius (2008), as empresas alemãs operam sob um sistema dualista, que divide claramente o conselho de administração e o conselho fiscal: enquanto o conselho de administração tem a responsabilidade operacional no âmbito da Corporação Banco de Direito (AktG), o conselho fiscal tem o controle de supervisão. Os progressos foram igualmente realizados na utilização de auditores externos para analisar o desempenho dos conselhos de administração e na implementação de recomendações para aumentar a eficácia. No entanto, “a estrutura de dois níveis é cada vez mais contrária às melhores práticas internacionais” (ODENIUS, 2008, p.22). Portanto, são cruciais as melhorias na eficiência da estrutura dos conselhos, na responsabilidade na gestão e de membros do conselho fiscal, segundo a autora.

2.5.3 Governança corporativa latino-europeia

Quando comparado ao anglo-saxão, o modelo latino-europeu tem no conflito de agência a expropriação, entre acionistas majoritários e minoritários; em contrapartida, os conflitos de agência que envolvem diretamente acionistas e gestores são típicos do modelo anglo-saxão, conforme Andrade e Rossetti (2006).

Nos quatro países do grupo latino-europeu – Espanha, França, Itália e Portugal –, ainda de acordo com Andrade e Rossetti (2006, p.363), “a predominância de famílias controladoras já em terceira ou quarta geração, com bem arquitetados e rígidos acordos de acionistas, reflete-se na sobreposição da propriedade e da gestão”. Embora não esteja tão

claramente definida a forma de financiamento, os autores relatam que os mercados de capitais, neste modelo, apresentam índices de liquidez baixos e as ações oscilam mais que nos mercados maduros e expressivos. As mudanças de controles por aquisição hostil são raras, sendo a propriedade e o controle acionário modificados principalmente por fusões e privatizações, e sendo os bancos menos representativos do que na Alemanha.

Dentre as características apresentadas pelos países que fazem parte do modelo latino-europeu, Becht, Bolton e Röell (2002) destacam as seguintes:

- Diferentemente dos Estados Unidos, onde os conselhos são protegidos da influência direta dos acionistas em relação a decisões de grande impacto estratégico, como fusões, na França as propostas de acionistas exercem forte influência sobre o conselho para a tomada de decisões.
- Alguns estudos que buscam verificar a correlação do desempenho corporativo com a dispersão de propriedade constatam que no Reino Unido, onde o controle é exercido por gestores controladores, a rentabilidade é menor do que na França, em que o controle é familiar.
- Os empregados na França estão envolvidos nos conselhos de administração, assim como ocorre na Alemanha, porém o conselho destes é formado por duas camadas, e o conselho daqueles é formado por uma única camada.
- A remuneração de executivos na Espanha é menor e na França é maior quando comparada com o pacote de remuneração dos Estados Unidos.

Neste modelo, o controle acionário é concentrado, conforme Andrade e Rossetti (2006), e tal concentração acionária se reflete na sobreposição da propriedade e da gestão e define a forma com que são compostos os conselhos de administração e suas regras de funcionamento. A sobreposição da propriedade sobre o controle reduz os níveis de conflito de agência, mas os amplos direitos sobre os fluxos de caixa levam à expropriação dos minoritários por acionistas majoritários.

O acionista majoritário exerce forte controle sobre a organização, e a concentração patrimonial dá suporte a modelos fechados de gestão, com o conselho de administração exercendo funções consultivas. A fraca proteção aos acionistas minoritários ocasiona um baixo grau de poder na execução de seus direitos. Esse fato, de acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), é proveniente da estrutura legal dos países pertencentes a esse modelo, o qual se originou do Direito Civil francês e apresenta, dessa forma, marcos regulatórios mais fracos do que nos países que têm a origem de sua estrutura legal fundamentada no Direito alemão ou anglo-saxão.

2.5.4 Governança corporativa latino-americana

Os traços que definem hoje o atual modelo latino-americano foram trazidos principalmente no final dos anos 80, com o início do processo de privatizações.

No que tange à propriedade e ao controle acionário, o modelo tem altos níveis de concentração da propriedade. Nas empresas da América Latina, o controle acionário é exercido fortemente pelos acionistas majoritários; portanto, a principal preocupação em relação à governança corporativa na região é a possível divergência de interesses entre acionistas majoritários e minoritários, de acordo com Lefort (2003).

A tabela 1, a seguir, ilustra a concentração de propriedade das empresas na América Latina.

Tabela 1 – Concentração da propriedade (2002)

Argentina **	15	61%	82%	90%
Brasil *	459	51%	65%	67%
Chile *	260	55%	74%	80%
Colômbia *	74	44%	65%	73%
México **	27	52%	73%	81%
Peru *	175	57%	78%	82%
Média	168.3	53%	73%	79%

* Dados Commissary

** Dados das classificações ADR 20-F

Fonte:Lefort,2003.

Conforme Lefort (2003), “é importante considerar a forte presença de conglomerados industriais, financeiros e mistos na região; os controladores de conglomerados exercem o controle por meio de pirâmides”. Existe, assim, predominância de estruturas piramidais, participações cruzadas e emissões de ações sem direito a voto como mecanismos de controle. De acordo com Silveira (2004, p.54):

A emissão de ações sem direito o voto atua como o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle nas companhias, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa do que seria necessário se todas as ações possuíssem igual poder de voto, aumentando, conseqüentemente, o incentivo para a expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Sob a análise dos conflitos de agência, ou das questões que envolvem a pulverização do capital das corporações, e na conseqüente separação entre propriedade e gestão, para Andrade e Rosseti (2006), o conflito existente é entre acionistas majoritários e minoritários.

As composições dos conselhos de administração estão influenciadas nas relações propriedade-gestão, uma vez que a maioria de seus membros estão associados aos controles por vínculos familiares e por interesses fora das corporações (LEFORT, 2003).

Conforme estudo realizado por Kitagawa e Ribeiro (2009) que aborda as características que distinguem os conselhos de administração conforme a recomendação da OCDE em relação à "Integridade do Conselho e Autonomia dos Conselheiros", foi elaborada a tabela 2, a seguir.

Tabela 2 – Aderência a recomendações da OCDE na America Latina

Questões	Nacionalidade das empresas	Não atende	Atende parcialmente	Atende plenamente
1) São expressas proibições de práticas, tais como, “reuniões prévias” e instruções de voto dadas por acionistas a conselheiros eleitos com seus votos?	Brasil	97,87%	0,00%	2,13%
	Argentina	100,00%	0,00%	0,00%
	México	87,88%	0,00%	12,12%
	Chile	100,00%	0,00%	0,00%
2) Existe definição e divulgação de regras em que seja estipulado o número de conselheiros independentes da administração e dos acionistas controladores?	Brasil	61,70%	0,00%	38,30%
	Argentina	95,83%	0,00%	4,17%
	México	0,00%	0,00%	100,00%
	Chile	100,00%	0,00%	0,00%
3) Existe separação de cargos do "Diretor Presidente" e do Presidente do Conselho"?	Brasil	14,89%	0,00%	85,11%
	Argentina	33,33%	0,00%	66,67%
	México	42,42%	0,00%	57,58%
	Chile	0,00%	0,00%	100,00%
4) Existem regras no sentido de que os conselheiros, afiliados a qualquer parte interessada em determinada operação sob análise, se absterão de debater e votar essa matéria específica?	Brasil	0,00%	0,00%	100,00%
	Argentina	0,00%	0,00%	100,00%
	México	0,00%	0,00%	100,00%
	Chile	0,00%	85,00%	15,00%
5) Existe comitê de auditoria composto de, no mínimo, uma maioria de conselheiros independentes?	Brasil	78,72%	0,00%	21,28%
	Argentina	0,00%	0,00%	100,00%
	México	0,00%	0,00%	100,00%
	Chile	62,50%	0,00%	37,50%
6) Existe comitê de remuneração composto de, no mínimo, uma maioria de conselheiros independentes?	Brasil	93,62%	0,00%	6,38%
	Argentina	91,67%	0,00%	8,33%
	México	33,33%	0,00%	67,67%
	Chile	97,50%	0,00%	2,50%
7) Existe comitê de análise de operações realizadas com partes relacionadas da empresa composto de, no mínimo, uma maioria de conselheiros independentes?	Brasil	97,87%	0,00%	2,13%
	Argentina	100,00%	0,00%	0,00%
	México	87,88%	0,00%	12,12%
	Chile	100,00%	0,00%	0,00%
8) Se existirem comitês específicos de trabalho e suas atividades principais? Forma das atribuições, composição, normas na sociedade, há definição e divulgação.	Brasil	46,81%	0,00%	53,19%
	Argentina	50,00%	0,00%	50,00%
	México	6,06%	0,00%	93,94%
	Chile	75,00%	0,00%	25,00%
9) Existem regras coibindo a participação e/ou atuação de conselheiros “suplentes” ou “adjuntos” no conselho de administração?	Brasil	46,00%	0,00%	53,19%
	Argentina	50,00%	0,00%	50,00%
	México	6,06%	0,00%	93,94%
	Chile	75,00%	0,00%	25,00%

Os resultados apontam que o México é o país com maior nível de adesão às recomendações da OCDE, seguido do Brasil, Argentina e Chile. Entretanto, esses resultados

não podem ser considerados satisfatórios, pois se verifica uma grande distância entre o cenário ideal e o real dessa Região.

Os principais pontos fracos da América Latina, de modo geral, são as recomendações que tratam de proibições de reuniões prévias e instruções de votos dadas por acionistas controladores a conselheiros e a não-existência de um comitê para tratar de transações com partes relacionadas. Os pontos fortes da Região estão concentrados, de modo geral, nas recomendações que tratam da separação dos cargos de “diretor presidente” e do “presidente do conselho” e na existência de regras que proíbem os conselheiros de debater e votar matérias nas quais tenha algum tipo de interesse (KITAGAWA; RIBEIRO, 2009).

Quanto à liquidez da participação acionária, existe neste modelo uma baixa liquidez nos mercados especulativos, predominando a autoridade dos blocos de ações.

De acordo com Andrade e Rossetti (2006), os valores totais negociados no mercado são quatro vezes inferiores à média da Região. Apenas no Brasil esta relação é mais alta.

2.5.5 Fatores de diferenciação dos modelos de governança corporativa no mundo

Andrade e Rossetti (2006) relatam a existência de uma extensa relação de fatores que diferenciam um modelo de governança do outro. Essa relação está fundamentada em quatro abordagens.

A abordagem Prowse (1994), focada nas constituições dos conselhos e em outros mecanismos internos de governança, dá ênfase à forma pela qual são conduzidos os problemas de agência. Conforme o autor, “grande parte do debate sobre a relativa superioridade de um sistema ao de outro ignora a possibilidade de que este sistema é produto de determinações legais e de ambiente regulamentado, que podem ser difíceis de criar em outros países” (sic) (p.287). Prowse (1994) observa em seu estudo que as diferenças legais e regulamentares são em grande parte responsáveis pelas grandes diferenças encontradas nos sistemas de governança corporativa, e que sistemas superiores em termos de concessão de financiamento externo têm menor custo, encontrando evidências empíricas de financiamento favoráveis às novas empresas nos EUA, o mesmo não ocorrendo no sistema japonês e no alemão.

A abordagem de Berglöf (1990) enfatiza a fonte de financiamento predominante, apontando as diferenças essenciais entre os modelos *market oriented* e *bank oriented* quanto

às decorrentes influências da composição dos conselhos de administração e dos objetivos corporativos.

A abordagem de La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) enfatiza a concentração de propriedade e a proteção dos acionistas minoritários. Em seu estudo, os autores apresentam um *ranking* de sistemas de governança entre 27 países, onde encontraram evidências de maior valorização das empresas nos países com melhor proteção aos acionistas minoritários, o que evidencia a apropriação dos fluxos de caixa em países de menor proteção e concentração de propriedade nas empresas.

A abordagem de Franks e Mayer (1996) analisa as diferenças atribuídas às forças de controle internas e externas e à eficiência delas na geração de sistemas de boas práticas de governança corporativa. Em seu estudo, os autores examinam quatro formas diferentes de intervenção que são supostas para promover a boa governança: aquisições de empresas, diretores independentes, acionistas externos e prestadores de novos financiamentos.

Ao comparar os modelos existentes, os quais caracterizam as empresas que fazem parte da pesquisa, Andrade e Rossetti (2006) sugerem um quadro comparativo que revela as principais características e define cada modelo de governança corporativa que seria fonte predominante de financiamento, separação entre propriedade e o controle e propriedade e a gestão, tipologia dos conflitos de agência, proteção legal aos minoritários, dimensões usuais e forma de atuação dos conselhos de administração, forças de controle mais atuante, estágio em que se encontra a adoção das práticas de boa governança e abrangência dos modelos de governança praticados.

No Quadro 1, a seguir, observa-se que os autores classificaram cada modelo de acordo com os fatores que os diferenciam, devendo ser considerado que as disparidades entre os países que compõem esse modelo diferem quanto a sua cultura e suas instituições legais, apresentando particularidades entre si, resgatando as características principais dos modelos anglo-saxão, nipo-germânico, latino-europeu e latino-americano.

Quadro 1 - Modelo de governança corporativa: uma síntese comparativa

Tabela 1: Características dos Sistemas de Governança Corporativa					
	Anglo-saxão	Nipo-germanico		Latino	
		Alemão	Japonês	Latino-Europeu	Latino-Americano
Tipo de Sistema Controle	Controle Externo	Controle Interno	Controle Interno	Controle Interno	Controle Interno
Forma de Alavancagem de Recursos/Financiamento	Patrimônio	Dívida	Dívida	Indefinida	Dívida
Foco da Governança	Mercado de Capitais	Corparações	Rede de Transações	Família	
Controle Acionario	Disperso	concentrado (bancos)	concentrado com cruzamentos (<i>keiretsu</i>)	Concentrado (Família)	Concentrado (Família)
Propriedade e Gestão	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
Dissociação entre Direito de Votos e Fluxo de Caixa	Baixa	Muito frequente (participações Acionárias cruzadas)	Muito frequente (participações Acionárias cruzadas)	Muito frequente (Pirâmide e Classes Distintas de ações)	Muito frequente (Pirâmide e Classes Distintas de ações)
Conflito de agência	Acionista/direção	Crederes/acionistas (expropriação)	Crederes/acionistas (expropriação)	Majoritários/minoritários (expropriação)	Majoritários/minoritários (expropriação)
Liquidez do Mercado de Capitais	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Baixa
Leis de proteção aos Acionistas Minoritários	Forte	Fracas	Fracas	Fracas	Fracas
conselho de Administração	Atuante, foco em direitos	Atuante, foco em operações	Atuante, foco em estratégia	Pressões para maior eficácia	Vínculos com gestão
Governança Corporativa	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
Abrangência dos modelos de governança	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em Transição

Fonte: De Paula, 2003, e Andrade e Rosseti, 2006, com adaptações do autor.

2.6 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

2.6.1 Evolução da governança corporativa no Brasil

O cenário da governança corporativa no Brasil passou por profundas alterações até encontrar o atual modelo. Teve seu início de fato em 1976 com o surgimento da Lei nº 6.404 – Lei das Sociedades Anônimas, que prevê a prática de divisão de poderes entre o conselho de administração e a diretoria e oferece cinco linhas básicas de orientação: proteção do acionista minoritário; responsabilização do acionista controlador; ampla diversificação dos instrumentos de fiscalização postos à disposição dos acionistas; diferenciação entre companhia aberta e fechada; e definição dos interesses fundamentais que a sociedade anônima representa (BORGES; SERRÃO, 2005).

As transformações estruturais ocorridas nas décadas de 80 e 90 – abertura comercial, estabilização monetária e privatizações – produziram importantes reflexos entre as principais empresas. De acordo com Carvalho (2000, p.A2), “o mercado de capitais brasileiro aparentemente passou por uma fase de grande florescimento nos anos 90 – principalmente quando se considera o crescimento da capitalização bursátil, volume transacionado e emissões primárias”.

As inovações financeiras que se processaram a partir dos anos 80/90 flexibilizaram este mercado, possibilitando que grande parte do levantamento de recursos passasse a ser feita via lançamentos de títulos de dívida direta (CARVALHO, 2000).

O florescimento do mercado de capitais nos anos 90 foi em grande parte devido à entrada expressiva de capitais estrangeiros propiciada pela ampla abertura financeira e comercial processada no começo da referida década. O processo de privatizações foi o grande responsável por essa transformação. Nos casos dessas empresas, as questões de governança corporativa ganharam maior relevo, conforme Borges e Serrão (2005). No entanto, fortes indícios de declínio apareceram ao final da década: queda do volume transacionado e das emissões primárias, além da contração da entrada de capitais estrangeiros. Deve constatar que o referido florescimento do mercado de capitais era ilusório, pois:

- a) o número de empresas abertas já vinha se reduzindo desde o início da década;
- b) a concentração de mercado vinha aumentando (apenas uma pequena parcela de empresas se beneficiou do período de expansão), de acordo com Carvalho (2000).

Um dos diagnósticos amplamente difundidos é que as causas do encolhimento do mercado nacional se referem a problemas relativos à legislação dominante neste mercado. Vieira e Corrêa (2002, p.16) advertem que a legislação não mudou o suficiente para atrair os investidores:

A legislação deveria se adequar no sentido de assegurar “boas práticas de governança corporativa”, que envolvem: a maior transparência das contas das empresas, maior nível de proteção aos acionistas minoritários, legislação garantidora de que o *board* diretor tenha como objetivo principal a criação de valor para os acionistas [...] estas alegações vêm acompanhadas de pesquisas internacionais demonstradoras de que ações de empresas que não adotam estas “boas práticas” sofrem um desconto que varia de 25% a 30%. A partir daí argumenta-se que é necessário adequar a legislação do mercado de capitais nacional àquela adotada pelos mercados anglo-saxão.

Nesta esteira, importantes propostas surgiram no Brasil no fim de 2000, como a formalização do acordo entre as Bolsas brasileiras, no qual os negócios com ações no país passaram a ser centralizados em São Paulo, criando nesse momento a BM&FBovespa, com o

objetivo de reduzir os custos e otimizar os recursos operacionais, com vistas a aumentar a competitividade do mercado brasileiro (RIBEIRO; FAMÁ, 2004).

Dentre as implementações institucionais e governamentais nos últimos anos com o objetivo de assegurar as melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, destacam-se:

- a aprovação da Lei nº 10.303, de 2002;
- a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa pela BMF&Bovespa;
- as novas regras de definição dos limites de aplicação dos recursos dos fundos de pensão. Entende-se, assim, como modelo de governança corporativa as formas de atuação das corporações.

Outros fatores importantes recentemente foram a Lei nº 11.638, de 2007, alterações da Lei Societária em vigor desde 1976, a Lei nº 6.404, de 1976, com o objetivo de aperfeiçoar o sistema de contabilização vigente por meio da convergência aos padrões internacionais, e por tornar-se obrigatória a empresas de grande porte, ainda que de capital fechado. Outro impacto das recentes alterações na Lei Societária, que concederam direitos e proteção dos acionistas minoritários, tornou-se uma reivindicação generalizada dos diversos integrantes do mercado e tem como objetivo o fortalecimento do mercado de capitais e o estímulo a maior participação dos investidores, conforme Borges e Serrão (2005).

O aumento significativo da concorrência, além da estabilidade econômica nacional e de mudanças no cenário macroeconômico mundial, transformaram a realidade das empresas brasileiras. Estas mudanças podem ser observadas principalmente após 2002 e são um ponto fundamental de análise para o desenvolvimento recente do mercado de capitais, conforme Silveira (2004).

As empresas brasileiras começam a ter necessidade de outras formas de financiamento para acompanhar o crescimento mundial. O mercado de ações virou estratégia para que as empresas consigam suprir suas necessidades de financiamento, uma vez que o modelo antigo de financiamento não era suficiente para acomodar as necessidades de demandas (SILVEIRA, 2004).

2.6.2 Práticas da governança corporativa no Brasil

Para facilitar e incentivar as boas práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras, a BM&FBovespa criou uma classificação para as companhias de acordo com a forma de governança corporativa adotada por elas e as informações prestadas ao público em geral. Essa classificação consiste nos Níveis 1 e 2 de transparência e na participação no Novo Mercado. Para se enquadrar em um desses níveis, a organização precisa atender a uma série de exigências da Bovespa, que vão além daquelas contidas na legislação das sociedades anônimas (SILVA; BERNARDO; DA SILVA; FERREIRA, 2006).

A ideia que norteou a criação do Novo Mercado tem seu fundamento na constatação de que, entre os diversos fatores que contribuem para a fragilidade do mercado de capitais brasileiro, está a falta de proteção aos acionistas minoritários. Dessa forma, a valorização e a liquidez das ações de um mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas (BORGES; SERRÃO, 2005).

A ausência de regras adequadas de defesa dos interesses dos acionistas minoritários acarreta a exigência, por parte dos investidores, de um deságio sobre o preço da ação, causando uma desvalorização no valor de mercado das companhias. Dessa forma, é esperado que as empresas cujas ações estejam listadas em algum dos segmentos diferenciados de governança corporativa, nas quais os riscos envolvidos são minimizados, apresentem prêmio de risco consideravelmente reduzido, implicando em valorização do patrimônio de todos os acionistas (SILVA; BERNARDO; DA SILVA; FERREIRA, 2006).

A seguir, relacionam-se as principais características dos segmentos de negociação de empresas com boas práticas de governança.

2.6.3 Novo Mercado

A criação do Novo Mercado inaugura uma nova fase do mercado de capitais no Brasil, em que o setor privado assume a liderança na condução das reformas.

Inspirada na bem-sucedida experiência alemã na criação do *Neuer Markt*, a BM&FBovespa criou o Novo Mercado com objetivo de trazer mais liquidez ao mercado, buscando empresas de rápido crescimento, em um ambiente com maior transparência, proporcionando igualdade entre os acionistas investidores (RIBEIRO; FAMÁ, 2004).

Na experiência alemã percebeu-se que, com uma reforma legislativa, se podem alterar as regras referentes às empresas que já abriram seu capital, mas são desnecessárias para as novas empresas que o abrem. A partir dessa constatação, a Bolsa alemã criou um segmento especial, o *Neuer Markt*. A empresa que quer abrir seu capital tem duas opções: entrar para algum dos mercados acionários tradicionais ou ingressar no *Neuer Markt*. Se optar por algum dos mercados tradicionais, a empresa deverá seguir apenas o estabelecido na lei; no entanto, para ingressar no *Neuer Markt*, terá que assinar um contrato privado com a *Deutsche Börse*, que estabelece regras bastante restritivas a fim de oferecer proteção aos minoritários (RIBEIRO; FAMÁ, 2004). Para exemplificar, entre outras, tem-se as seguintes: emitir somente ações ordinárias; publicar demonstrativos trimestrais seguindo padrões contábeis internacionais; os controladores não podem vender as ações dentro do prazo de seis meses da abertura de capital; submissão a um código de *takeover*; e garantia de liquidez para as ações.

A vantagem de estar no *Neuer Markt* é que o preço das ações é consideravelmente maior e, assim, o *Neuer Markt* torna-se um mecanismo que permite às empresas enviar um sinal amigável aos investidores minoritários, diferenciando-se das demais (RIBEIRO; FAMÁ, 2004).

A criação do Novo Mercado foi bem recebida por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo. É importante notar que essa iniciativa marcou também uma mudança de postura da Bm&F Bovespa (BORGES; SERRÃO, 2005). Como o contrato de adesão é administrado pela Bm&F Bovespa, essa instituição passa a ser a guardiã das práticas de governança corporativa. Isso sugere a adoção da prática de autorregulação e a promoção do mercado de capitais pode ser feita sem as amarras do Estado. Deve-se notar que o Novo Mercado não requer um sistema operacional diferenciado do mercado tradicional. Ele funciona como um selo de qualidade cujo valor reside nas obrigações contratuais assumidas pela empresa e na maneira como a Bovespa administra tais contratos de acordo (RIBEIRO; FAMÁ, 2004).

As empresas que voluntariamente assinassem o contrato com a Bovespa para adentrar algum dos três níveis se comprometeriam a seguir um conjunto de normas e condutas superiores de governança corporativa. Os níveis distinguem-se pelas práticas de governança adotadas pelas empresas, as quais, de forma geral, têm aumentado seu grau de superioridade das práticas de governança corporativa adotadas à medida que passam para o Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, conforme o quadro a seguir.

Quadro 2 - Principais exigências indicadas para cada nível

	BOVESPA MAIS	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o sétimo ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Bm&F BOVESPA, 2010.

O Quadro 2 resume as principais exigências indicadas para cada nível, segundo informado no site da Bovespa (2010). Como pode ser observado, há um aumento das exigências no Nível 1 (N1) para o Nível 2 (N2) e, deste, para o Novo Mercado (NM).

2.6.4 Boas práticas de governança corporativa e seus benefícios: evidências empíricas

Recentes pesquisas têm apresentado evidências de uma relação positiva entre as práticas de governança corporativa, o desempenho e o valor das empresas. Os resultados dessas pesquisas sugerem que a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa favorece o desempenho e o valor de mercado das empresas.

Por meio de exemplificações, Jensen e Meckelin (1976) sugerem que empresas com melhor governança podem ter operações mais eficientes, que resultam em maior expectativa de fluxos de caixa futuros. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a proteção aos investidores garante às empresas fontes de financiamento externo.

La Porta *et al.* (1998) analisaram as leis que determinam a proteção do acionista, a qualidade de sua aplicação e a concentração acionária em 49 países, e verificaram que essas leis e sua aplicação diferem ao redor do mundo. Os autores constataram que bons padrões de contabilidade e medidas de proteção do acionista são associados a uma menor concentração acionária, indicando que a concentração é, certamente, uma resposta à fraca proteção do

acionista. Além disso, observaram que a baixa qualidade da proteção legal dos acionistas parece ter consequências adversas para o desenvolvimento e o crescimento financeiro, ou seja, a proteção legal aos investidores implica em aumento de financiamento (interno e externo) e custo de capital mais baixo.

Black (2001) encontrou uma forte relação positiva entre a qualidade da governança corporativa e o valor de mercado das empresas russas, sugerindo que o comportamento da empresa em termos de boas prática de governança pode ter um efeito considerável sobre seu valor de mercado, principalmente quando se trata de um país onde a proteção ao investidor é fraca.

No Brasil, Silveira (2002) investigou se a estrutura de governança corporativa foi relevante para companhias brasileiras, por meio das características do conselho de administração. Seu trabalho, à semelhança do presente, relacionou a governança corporativa ao valor e ao desempenho das companhias. Observou uma relação positiva na ocupação distinta de pessoas nos cargos de diretor executivo e presidente do conselho contra ambas as variáveis de valor (Q de Tobin e *Firm Value*). O autor ressalta uma relação não-linear quanto ao tamanho do conselho contra valor *Firm Value* e desempenho (EBITSAT), sugerindo que as empresas com um número intermediário de conselheiros alcançam melhor desempenho.

La Porta *et al.* (2002) encontraram evidências de que as empresas em países com maior proteção aos acionistas minoritários têm Q de Tobin mais elevado do que as empresas em países com proteção inferior; ou seja, verificaram que a proteção legal aos investidores está positivamente associada a um maior valor de mercado das ações. Além disso, verificaram que as empresas com um acionista controlador têm valores de mercado mais altos e apresentam taxas de crescimento das vendas mais altas em países do Direito Consuetudinário (*Common Law*) do que em países do Direito Romano (*Code Law*).

Klapper e Love (2002) também encontraram alta relação positiva entre a qualidade da governança corporativa, o valor de mercado (Q de Tobin) e o desempenho operacional (ROA), principalmente em países onde a proteção ao investidor é fraca. Os resultados sugerem que as empresas podem compensar, parcialmente, a ineficiência das leis e do *enforcement* adotando boas práticas de governança corporativa e fornecendo credibilidade e proteção ao investidor.

Bauer *et AL.* (2003) encontraram evidências de um relacionamento positivo entre o valor de mercado (Q de Tobin) das empresas na Europa e a qualidade da governança; no entanto, encontraram uma relação negativa entre as medidas de desempenho (ROE e margem líquida) e a governança corporativa.

Silveira (2004), outra vez no Brasil, verificou as determinantes de qualidade de governança corporativa. Suas conclusões foram de que a estrutura de propriedade influencia a qualidade de governança corporativa. Especificamente, encontrou uma relação negativa entre o excesso de direito de voto em posse do acionista controlador e a qualidade da governança. Além disso, verificou que as empresas de maior porte (log receita), emissoras de ADRs e com melhor desempenho (geração bruta de caixa- LAJIRDA) apresentam melhor governança. No entanto, os resultados não confirmaram a hipótese de que uma maior qualidade de governança corporativa influencia positivamente o valor de mercado (Q de Tobin e *Firm Value*) e a rentabilidade das empresas (SILVEIRA, 2004, p.200).

Leal e Carvalhal da Silva (2005a) verificaram que as boas práticas de governança corporativa estão relacionadas positivamente com o valor de mercado das empresas brasileiras (Q de Tobin como *proxy*) e o desempenho operacional medido pelo ROA. No entanto, as empresas maiores são mais beneficiadas quando se trata dessa relação. Além disso, verificaram que, quando as empresas aumentam as práticas de governança, há uma redução em seu custo de capital. Os autores observaram que o *disclosure* tem um impacto muito maior no valor corporativo do que outras práticas de governança, tais como composição do conselho de administração e direito a voto. Ainda foram encontradas evidências de que a separação do controle, a partir dos direitos ao fluxo de caixa (ações preferências e ordinárias), destrói valor.

Doidge *et al.* (2005) investigaram a decisão de empresas estrangeiras em emitir ADRs no EUA. A teoria proposta foi a de que, quando os benefícios privados são elevados, os acionistas controladores são menos propensos a escolher listar suas empresas nos EUA, pois as exigências de altos padrões de transparência e divulgação, bem como uma maior vigilância associada a tais listagens, podem limitar sua capacidade de extrair benefícios privados. Usando a propriedade dos direitos de controle por acionistas controladores da empresa como um *proxy* para benefícios privados, apresentaram provas que confirmam esta hipótese; os autores trabalharam com uma amostra de mais de 4.000 empresas de 31 países. Em particular, a probabilidade de uma empresa emitir ADRs está inversamente relacionada com os direitos de voto detidos pelos acionistas controladores e com a diferença entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa de propriedade do acionista controlador.

Black *et al.* (2006) encontraram consistentes evidências da relação entre a governança e o preço de ações em mercados emergentes, principalmente no que se refere à composição e à independência do conselho de administração. Além disso, sugerem que empresas com melhor governança desfrutam de um custo de capital mais baixo.

Lima (2007) verificou que o nível de *disclosure* voluntário de 23 companhias abertas brasileiras possui relação inversa com o custo de capital de terceiros; ou seja, verificou que o aumento do *disclosure* resulta na diminuição da assimetria de informações, reduzindo o risco oferecido aos financiadores das empresas.

Em seu estudo com empresas indianas, Garg (2007) encontrou resultados que sugerem que a proporção de conselheiros independentes deve se manter entre 50 e 60%. Os resultados não apoiam a independência do conselho além de 60 por cento ou abaixo de 33 por cento. O estudo, assim, sugere que há uma proporção ideal de independência do conselho. Estes resultados indicam que os conselheiros independentes até agora não conseguiram desempenhar seu papel em um controle eficaz nas empresas indianas. Isto pode ser atribuído ao fato de "a independência do conselho" ser algo recente naquele país.

Perobelli *et al.* (2008) investigaram empiricamente a influência das práticas de governança corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. Os resultados revelam significativa influência, com sentido positivo, das práticas de governança sobre a alavancagem financeira, em particular daquelas relacionadas com a dimensão da estrutura de propriedade e conselho de administração, sugerindo que a governança corporativa pode ser determinante relevante da estrutura de capital.

Santos *et al.* (2011) verificaram a influência do conselho de administração sobre o endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BMF&FBovespa, no ano de 2008. Os resultados indicaram uma relação negativa entre concentração de propriedade com endividamento total e de longo prazo. Esta relação sinaliza que as empresas com melhores práticas de governança, ou seja, com maiores pontuações no índice utilizado, tendem a usar mais dívidas de curto prazo e menos dívidas de longo prazo. Desta maneira, entende-se que, em particular, a dívida de curto prazo apresenta um potencial para disciplinar os gestores.

Apresentam-se a seguir dois quadros-resumo dos trabalhos empíricos avaliados pelo autor.

Quadro 3 – Evidências empíricas de governança no Brasil

Autores	Objetivos	Principais resultados
Silveira, Alexandre di Miceli da (2002)	Verificar se o valor de mercado e o desempenho se relacionam com a estrutura de governança.	Relação positiva entre o valor das empresas e a separação entre o diretor executivo e o presidente do conselho.
Silveira, Alexandre de Miceli da (2004)	Analisar os determinantes da qualidade da governança corporativa, isto é, quais fatores fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança maior de que outras.	Empresas com maior receita, emissoras de ADRs, excesso de direito de voto em posse do acionista controlador e com melhor (geração bruta de caixa) LAJIRDA apresentam melhor governança.
Leal, Ricardo Pereira Câmara e Carvalhal da Silva, André Luiz (2005)	Analisar a estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras.	Empresas que aumentaram as práticas de governança encontraram redução no custo de capital; no entanto, empresas maiores são mais beneficiadas.
Lima, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; Alves, Cássia Vanessa Olak (2007)	Analisar se a reputação corporativa pode ser considerada um dos direcionadores do nível de <i>disclosure</i> voluntário das empresas de capital aberto no Brasil.	O aumento do <i>disclosure</i> resulta em redução no custo de capital.
Perobelli, Fernanda Finotti Cordeiro; Barros, Lucas Ayres Barreira de Campos; Silveira, Alexandre Di Miceli (2008)	As práticas de governança corporativa podem ser determinantes para a contratação de recursos próprios ou de terceiros.	Encontrou evidências empíricas que a governança pode ser determinante na estrutura de capital.
Santos, Joséte Florêncio dos; Silva, Edilson dos Santos, Almeida Moisés Araújo (2011)	Verificar a influência do conselho de administração no endividamento das empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa.	Empresas com níveis mais elevados de governança corporativa tende a usar mais endividamento de curto e menos de longo prazo, caracterizando um potencial para disciplinar os gestores.

Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro 4 – Evidências empíricas de governança no mundo

Autores	Objetivos	Principais resultados
La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Vishny, Robert W.; Shleifer Andrei (1998)	Examinar a concentração da propriedade nas maiores empresas de capital aberto em 49 países e a qualidade da proteção jurídica dos investidores.	Verificaram que bons padrões de contabilidade e medidas de proteção do acionista são associados a uma menor concentração acionária, indicando que a concentração é certamente uma resposta à fraca proteção ao acionista.
Black, Bernard S. (2001)	Examinar a relação entre as práticas de governança corporativa e o valor de mercado das empresas russas.	Encontrou forte reconhecimento do mercado na valorização de empresas com melhor qualidade de governança.
La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Vishny, Robert W.; Shleifer Andrei (2002)	Verificar se a proteção aos acionistas minoritários está associada à maior valorização dos ativos corporativos.	Países que promovem mais garantias aos acionistas minoritários possuem Q de Tobin mais elevado.
Klapper, Leora F. e Love Inessa (2002)	Verificar o reconhecimento de boas práticas de governança corporativa em mercados emergentes.	Revela-se uma forte relação positiva entre melhor qualidade de governança corporativa e valor de mercado das empresas em países emergentes.
Bauer Rob, Nadja Guenster e Otten Rogér (2003)	Analisa se as boas práticas de governança corporativa levam a maiores retornos das ações ordinárias e aumentam o valor da empresa na Europa.	Apresentaram evidências empíricas de um relacionamento positivo entre o valor de mercado e a qualidade de governança. O contrário foi observado quanto ao desempenho corporativo.
Doidge Craig, Andrew; Karolyi George A. Lins; Karl V., Miller Darius P. e Stulz René (2005)	Investigar a decisão das empresas estrangeiras em emissões de ADRs nos EUA.	A probabilidade de uma empresa emitir ADRs está inversamente relacionada com os direitos de voto detidos pelos acionistas controladores.
Black Bernard S.; Kim, Woonchan e Jang, Hasung (2006)	Investigar a influência das boas práticas de governança corporativa na valorização de mercado das empresas coreanas de capital aberto.	Encontraram fortes evidências da relação entre governança corporativa e preço de ações em mercados emergentes.
Garg, Ajay Kumar (2007)	Averigua se a independência do conselho de administração influencia o desempenho das empresas indianas.	Depararam com uma relação negativa entre independência do conselho e desempenho corporativo, sugerindo uma faixa ideal de independência do conselho de 33 a 60 pontos percentuais.

Fonte: Elaborado pelo autor

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 CLASSIFICAÇÃO

Pode-se afirmar que o presente trabalho é, quanto aos meios, uma pesquisa documental, que é a pesquisa realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados de qualquer natureza, ou com pessoas: registros, anais, regulamentos, circulares, ofícios, memorandos, balancetes, comunicações informais, diários, cartas pessoais e outros (VERGARA, 2004).

A pesquisa é do tipo quantitativa, pois é desenvolvida a partir de evidências quantitativas e com base em procedimentos estatísticos, objetivando produzir inferência para a população-objeto a partir das amostras consideradas. Para Richardson (1999), significa a escolha de procedimentos sistemáticos para a descrição e a explicação de fenômenos. O método quantitativo representa, em princípio, a intenção de garantir a precisão dos resultados, evita distorções de análise e interpretação, possibilita conseqüentemente, uma margem de segurança quanto às inferências.

Este método é utilizado, segundo Alyrio (2008), nos casos em que se procura identificar quantitativamente o nível de conhecimento, opiniões, impressões, hábitos e comportamentos, quando se procura observar o alcance do tema tendo em vista o universo pesquisado, com relação a um produto, serviço, comunicação ou instituição.

3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A população do presente estudo é o conjunto de empresas da capital aberto, com ações negociadas na BM&FBovespa. A amostra, por sua vez, é composta por todas as companhias abertas não-financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) que apresentarem liquidez significativa de no mínimo três períodos entre os anos 2000 e 2010. Nesse caso, considera como liquidez significativa as empresas que apresentarem índice de liquidez anual superior 0,01%, de acordo com o índice da Economática®, e relativo ao respectivo ano. A escolha desta faixa de corte para a definição da amostra, em vez da coleta de todas as companhias abertas, deve-se ao fato de que as empresas com liquidez muito baixa possuem uma probabilidade menor de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado.

Cumpra justificar a retirada das empresas financeiras. Uma das variáveis de controle utilizadas no estudo foi o endividamento; assim, levando em conta as características especiais da estrutura de capital das empresas financeiras, estas foram eliminadas da amostra estudada.

Após a aplicação do critério de liquidez mínima para a definição da amostra da pesquisa, obteve-se 156 empresas entre os anos 2000 e 2010. Durante a coleta dos dados, algumas empresas não apresentaram dados suficientes para a confecção de todas as variáveis, reduzindo finalmente o tamanho da amostra para 141 empresas.

Utilizaram-se dados secundários referentes às variáveis de estrutura de propriedade e às demais variáveis de controle. Estas informações foram obtidas no sistema de informações Economática® e divulgação externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários. A coleta dos dados foi dividida da seguinte forma:

Quadro 5 – Sistema de informações utilizadas no estudo

Sistema de informação	Dados a Coletar
DIVEXT- Divulgação Externa	Número de membros do conselho
	Número de executivos no conselho
	Número de não executivos no conselho
	<i>free float</i>
	Separação de cargos de diretores executivos e presidente do conselho
Economática	Tipo de acionista controlador
	índice de liquidez
	Valor de mercado das ações
	setor de atuação
	Dados contábeis - balanço patrimonial

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3 HIPÓTESES DA PESQUISA

Relacionam-se, a seguir, as hipóteses propostas para o trabalho:

H0: (hipótese nula): Não existe relação entre as variáveis selecionadas de governança corporativa e as variáveis de desempenho ou valor das empresas componentes da amostra.

H1: (hipótese alternativa): Existe relação entre as variáveis selecionadas de governança corporativa e as variáveis de desempenho ou valor de mercado das empresas componentes da amostra.

3.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.4.1 Variáveis de governança corporativa

As variáveis independentes de governança corporativa selecionadas a partir das definições teóricas e de questões de acessibilidade operacional foram as seguintes:

- O *free float* (FF) relacionado à estrutura de propriedade. O *free float* é representado pela quantidade de ações “livres”. Desta forma, a definição teórica e operacional das variáveis independentes de governança corporativa determinantes da identificação do grau de boas práticas de governança a serem testadas é:

- Relacionadas à estrutura de propriedade (*free float*), sendo ela definida como a percentagem do capital social que se encontra disperso em Bolsa (nas mãos de acionistas minoritários), relativo a uma determinada empresa, aceitando a cotação nesse mercado; ou seja, a fração das ações emitidas que não se encontra fixa na mão de acionistas estáveis. Conforme recomendação da BM&FBovespa, as empresas com melhores práticas de governança devem manter seu índice de *free float* acima de 25%. O estudo acompanhará a evolução e a adequação das empresas a esta recomendação, associando sua classificação de nível de governança pertencente à BM&FBovespa e seu atual nível de *free float* determinado da seguinte forma:

- Concentração de propriedade ou concentração total de direitos sobre fluxo de caixa (PROP): é o volume das ações ordinárias e preferenciais do acionista controlador, dividido pelo total de ações ordinárias e preferenciais existentes da empresa. Os dados referentes à porcentagem de concentração, sendo a fonte de dados contábeis o sistema econômica®:
- As ações Livres “*free float*”: como no caso brasileiro é possível a emissão de ações sem direito a voto, foi considerada a diferença entre a proporção da variável de concentração de propriedade (PROP) e o total de ações emitidas, dada pela equação:

$$FREE\ FLOAT = PROP - TAE$$

Onde:

PROP= Propriedade

TAE= Total de ações Emitidas

Além da variável de *free float*, também foram consideradas as variáveis independência do conselho e presença de diretor executivo ocupando o cargo de presidente do conselho de administração, conforme recomendação do Código do IBGC (2010, p.37):

As atribuições do presidente do conselho são diferentes e complementares às do diretor-presidente. Para que não haja concentração de poder, em prejuízo de supervisão adequada da gestão, deve ser evitado o acúmulo das funções de presidente do conselho e diretor-presidente pela mesma pessoa. É recomendável que o diretor-presidente não seja membro do conselho de administração, mas ele deve participar das reuniões de conselho como convidado.

Ainda conforme recomendações do referido Código (2010, p.38) quanto à independência do conselho de administração:

Cabe destacar a importância dos conselheiros independentes no contexto de uma organização em que não há controle definido e as ações estão pulverizadas. Neste caso, a gestão da organização passa a ter um papel predominante, que deve ser contrabalançado pela maior presença de membros independentes do conselho. Esses deverão ter cuidado particular da supervisão dos gestores.

Quanto ao número de conselheiros, determina o Código (2010, p.36):

O número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de, no mínimo, 5 (cinco) e, no máximo, 11 (onze) conselheiros.

Para o presente estudo, a governança é a medida na qual o conselho de administração consegue ser ativo e independente e representar o interesse dos acionistas, incluindo-se os minoritários. Estão sendo utilizadas três variáveis relacionadas às características do conselho de administração:

- A segregação da função de diretor executivo ocupando o cargo de presidente do conselho da empresa: é representada por uma variável binária ou *dummy* em que:
SC= 1, se os cargos de diretor executivo e presidente do conselho forem ocupados pela mesma pessoa, isto é, se os cargos forem unificados.
SC= 0, se os cargos forem ocupados por pessoas diferentes.
- A independência do conselho de administração: é a diferença entre a proporção de membros não-executivos (externos) e membros executivos (internos) no conselho, dada pela equação:

$$INDEP = \frac{(EXT - INT)}{TOT}$$

Onde:

INDEP - grau de independência do conselho de administração;

TOT - número total de membros do conselho;

EXT - número de membros não-executivos da empresa (externos) no conselho;

INT - número de membros executivos da empresa (internos) no conselho.

- Tamanho do conselho (TOT): é dado pelo total de membros do órgão, representando a quantidade por um número puro.

Governança Corporativa (GC): é dada pela adesão ou não a qualquer um dos níveis de governança da Bovespa. Representa uma variável binária ou *dummy* em que:

- GC= 1, se a empresa aderiu a um dos níveis de governança;
- GC= 0, se a empresa não aderiu a um dos níveis de governança.

As variáveis independentes utilizadas são relacionadas ao valor da empresa ou seu desempenho.

3.4.2 Variáveis dependentes

3.4.2.1 De valor

- Q de Tobin

Indicador que foi escolhido por ter sido utilizado em vários estudos com testes empíricos sobre governança corporativa, como os de Yermak (1996), Barnhart e Rosenstein (1998) e Black e Bhagat (2002).

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

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de mercado das ações} + \text{valor de mercado das dívidas}}{\text{Valor de reposição dos Ativos}}$$

Entretanto, o cálculo de Q de Tobin proposto originalmente é quase impossível na realidade brasileira, pois as empresas no Brasil dificilmente emitem títulos de dívida abertos ao público. Com exceção do valor de mercado das ações, diretamente observado pela cotação na Bolsa de Valores, os outros componentes da fórmula, como o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos da empresa, não são observados diretamente.

Devido a essas limitações, o Q de Tobin para as empresas brasileiras será estimado pela aproximação simplificada proposta por Chung e Pruitt (1994, p.72) e discutido por Famá e Barros (2000), que usa Q de Tobin como:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMON + VMPN + D}{AT}$$

Onde:

VMON = valor de mercado das ações ordinárias;

VMPN = valor de mercado das ações preferenciais;

D = valor contábil do exigível total, sendo igual ao passivo circulante menos o ativo circulante mais os exigíveis em longo prazo mais os estoques;

AT = ativo total da empresa.

Os dados contábeis das empresas quanto ao valor da cotação das ações será obtido do sistema Economática®, sendo os valores contábeis referentes ao 4º trimestre calendário de cada ano e a cotação é o preço médio do último dia de negociação de cada ano. Em alguns casos, devido à indisponibilidade da informação, a cotação da ação ordinária será aproximada pela cotação da ação preferencial.

3.4.2.2 De desempenho

Como a expropriação de riqueza de uma empresa pelos agentes ou controladores pode ser refletida muitas vezes nas demonstrações de resultados ou no balanço das empresas, as medidas tradicionais de desempenho são baseadas em dados contábeis. Apresentam como vantagens o fato de as informações estarem disponíveis em relatórios financeiros, de serem facilmente calculadas e interpretadas (PETERSON; PETERSON, 1996). A fonte de dados contábeis é o sistema Economática®, sendo utilizados os seguintes indicadores:

- RLOAT = é o retorno do lucro operacional sobre o ativo total. É calculado por:

$$RLOAT = \frac{\text{lucro.operacional}}{\text{ativo.total}}$$

- LAJIRDA: é o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização sobre ativo total. É definido por:

$$LAJIRDA = \frac{\text{Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização}}{\text{ativo.total}}$$

3.4.4 Variáveis de controle

Além das variáveis independentes e dependentes, são utilizadas variáveis de controle com o objetivo de isolar sua influência sobre o relacionamento entre as variáveis de interesse mencionadas anteriormente. As variáveis de controle são descritas na sequência:

- ROE – Retorno sobre patrimônio líquido: é o quociente entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. Mede a rentabilidade sobre os recursos investidos pelos proprietários.
- A volatilidade dos lucros = é uma variável de risco da empresa. É determinada pela relação entre o Lucro Líquido de um período com o Lucro Líquido do período anterior. Formalmente assim estabelecida:

$$VLLi = [(LLit - LLi(t-1))/LLi(t-1)]$$

Onde:

VLLit = Variação do lucro líquido da empresa *i* no ano *t*, em relação ao ano *t-1*;

LLit = Lucro líquido da empresa *i* no ano *t*;

LLi(t-1) = Lucro líquido da empresa *i* no ano anterior, *t-1*.

Para o cálculo dos indicadores serão considerados os valores nominais relativos ao fechamento de cada ano.

- Beta - Segundo Brealey e Myers (1998), o prêmio de risco esperado no futuro pode ser medido através da média do prêmio de risco do passado, os betas podem ou não refletir efetivamente a futura variabilidade de retornos. O estudo utiliza-se da medida de risco beta calculada a partir das últimas 36 cotações mensais das empresas fornecidos pela Economática®, incluídas na população desta amostra.
- Rentabilidade das ações: o valor da cotação de um período dividido pelo valor da cotação do período subsequente. O valor de cotação das ações será obtido do sistema Economática®, a cotação considerada é o preço médio do último dia de negociação de cada ano. Em alguns casos, devido à indisponibilidade da informação, a cotação da ação ordinária será aproximada pela cotação da ação preferencial. Formalmente assim estabelecido:

$$Rentabilidade = \left(\frac{VAit}{VAi(t-1)} - 1 \right) \times 100$$

Onde:

VA_{it} = Valor da Ação da empresa i no ano t ;

$VA_{i(t-1)}$ = Valor da Ação da empresa i no ano anterior, $t-1$.

- Dívida líquida sobre ativo total é a soma de todas as obrigações financeiras, (empréstimos, debêntures, títulos de renda fixa etc.) da empresa, sejam elas de curto ou longo prazo, e deste montante devem ser deduzidas as disponibilidades da empresa, ou seja, a soma dos instrumentos que podem ser considerados como papel moeda. Formalmente assim estabelecido:

$$DIV = \frac{DÍVIDAS LÍQUIDAS}{ATIVO TOTAL}$$

- Tamanho da empresa ($LnAT$): é definido como logaritmo natural do valor do ativo total da empresa, obtido do sistema Economatica® e medido em milhares de Reais, em valores nominais, ao fim de cada ano de exercício. Alguns estudos, como o de Lang e Stulz (1994), investigam a relação entre o tamanho da empresa e o Q de Tobin sugerindo uma correlação negativa; outros, como o de Band (1981), documentam que as empresas pequenas apresentam maiores retornos do que as empresas grandes, mesmo após um ajuste por risco através do CAPM - *Capital Asset Pricing Model*.

O trabalho pretende avaliar se as empresas que seguem as recomendações de boas práticas de governança orientadas pela BM&FBOVESPA, e que assim são consideradas com melhor estrutura de governança (subitem 3.2.2), foram as que obtiveram melhor avaliação do mercado e/ou desempenho no período analisado.

A validade das inferências dependerá da qualidade estatística dos modelos adotados, que será avaliada pela aderência aos pressupostos de um modelo de regressão com dados em painéis.

3.5 TRATAMENTO ESTATÍSTICO E ANÁLISE DOS DADOS

Especificamente, a pesquisa faz uso dos modelos sobre Dados em Painel, se utilizando do *software Eviews 7.0* para a análise das relações entre as variáveis antes apresentadas, a fim de que as informações nelas presentes sejam melhores aproveitadas. Segundo Hsiao (1986), os modelos para Dados em Painel oferecem uma série de vantagens em relação aos modelos de corte transversal ou aos de séries temporais.

Entre estas, pode-se destacar: o controle da heterogeneidade individual; o provimento de dados com maior poder de informação, maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de grau de liberdade e maior eficiência estatística na estimação; a possibilidade de se facilitar uma análise mais eficiente das dinâmicas de ajustamento; a possibilidade de se identificar e medir efeitos que não são detectáveis em estudos exclusivamente seccionais ou temporais; entre outros (BALTAGI, 2001, p.5-7; MARQUES, 2000, p.1).

Conforme apresentado nas hipóteses da pesquisa (item 3.3), pretende-se investigar a suposta existência de um relacionamento significativo entre as variáveis de governança corporativa e o desempenho ou o valor das empresas da amostra. Ademais, o trabalho pretende avaliar se as empresas que seguem as recomendações dos principais Códigos sobre o tema no país (IBGC e CVM), que são consideradas com a melhor estrutura de governança, foram as que obtiveram melhor avaliação de mercado e/ou desempenho no período analisado.

Considerando as abordagens pelos efeitos fixos e aleatórios, o modelo apresentará a seguinte especificação:

$$v_{i=} \alpha_1 + \beta_{11} * INDEP + \beta_{21} * FF + \beta_{31} * TOT + \beta_{41} * SC \beta_{51} + \beta_{61} * CG + \sum_{i=l}^K \beta_{il} * VC + \varepsilon$$

$$D_{i=} \alpha_1 + \beta_{12} * INDEP + \beta_{22} * FF + \beta_{32} * TOT + \beta_{42} * SC \beta_{52} + \beta_{62} * CG + \sum_{i=l}^K \beta_{il} * VC + \varepsilon$$

Onde:

V_i = Variável de valor da i -ésima empresa: Q de Tobin conforme definido no item 4.5;

D_i = Variáveis de Desempenho da i -ésima empresa: LAJIRDA e LROAT conforme definido no item 4.6;

$INDEP_i$ = Independência do conselho de administração da i -ésima empresa, conforme definido no item 4.4;

FF_i = Ações Livres ou *free float* da i -ésima empresa, conforme definido no item 4.4;

TOT_i = Tamanho do conselho de administração da i -ésima empresa, conforme definido no item 4.4;

SC_i = Segregação entre diretor executivo e presidente do conselho na i -ésima empresa, conforme definido no item 4.4;

GC_i = Adesão aos níveis de governança corporativa da i -ésima empresa, conforme definido no item 4.4;

VC_i = variáveis de controle da i -ésima empresa, conforme definido no item 4.7;

ε_i = Termo de erro que capta o componente não-sistemático, isto é, a parcela de V ou D não explicada pelo modelo.

3.6 RESULTADOS ESPERADOS

Partindo da hipótese de que a governança é relevante para o valor ou o desempenho corporativo, e que as empresas que possuem melhor estrutura de governança apresentam melhores resultados no período, espera-se valores para os coeficientes conforme a Tabela 3, a seguir:

Tabela 3 – Resultados esperados

	Variável	Coeficiente esperado
Valor (Q de Tobin)	GC	(+)
	SC	(-)
	INDEP	(+)
	FF	(+)
	TOT	(+)
	GC	(+)
	SC	(+)
	INDEP	(+)
	FF	(+)
	TOT	(+)
Desempenho (LAJIRDA) E (RLOAT)	GC	(+)
	SC	(-)
	INDEP	(+)
	FF	(+)
	TOT	(+)
	GC	(+)
	SC	(+)
	INDEP	(+)
	FF	(+)
	TOT	(+)

Nota: Para (+), coeficiente com sinal positivo e significante; para (-) coeficiente com sinal negativo e significante.

Fonte: Elaborada pelo autor

Espera-se que os valores dos coeficientes sejam significativos estatisticamente, apontando para uma relação conforme o quadro anterior. Se os valores de todos os coeficientes acima se mostrarem significativos estatisticamente, mas com sinal inverso ao proposto, será constatada a relevância de governança corporativa, porém de forma oposta ao recomendado pelos códigos do IBGC e CVM.

A validade das inferências dependerá da qualidade estatística dos modelos adotados, que será avaliada por sua aderência aos pressupostos de um modelo de dados em painel.

Cabe ressaltar que o objetivo da pesquisa se limita a concluir se a variável de valor ou desempenho é estatisticamente relevante ou não para explicar a variável governança, sem a preocupação de definir o quanto da variável dependente é explicada pela variável independente. Essa ênfase na avaliação do coeficiente de inclinação da regressão é compatível, de acordo com Lev (1974, p.156-157), com diversos estudos que têm como propósito a análise de hipóteses específicas de relacionamentos entre variáveis, como é o caso. Para essas situações, segundo o autor, a dimensão do R^2 não é informação fundamental para se concluir sobre a existência, ou não, de correlação entre as variáveis.

Para aferir a robustez dos resultados empíricos serão realizados testes quanto à existência de heteroscedasticidade nos termos (o teste de White), os critérios Schwarz e Akaike para verificar a autocorrelação entre as variáveis. Para decidir entre a abordagem da análise de regressão com Dados em Painel com efeitos fixos ou aleatórios utilizou-se o teste de Hausman que, conforme Greene (1997) e Wooldridge (2006), se propõe a testar se os coeficientes do painel com efeitos fixos e com efeitos aleatórios são sistematicamente diferentes.

3.7 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

A limitação importante da pesquisa diz respeito ao enfoque dado às características de independência do conselho de administração, uma vez que as declarações das empresas contidas nas Informações Anuais (IAN) não discriminam claramente a relação do conselheiro com a empresa e não esclarecem de forma inequívoca a condição de independência do conselheiro. Um fator muito importante na determinação da efetividade do conselho de administração é sua independência em relação ao diretor executivo, conforme Silveira (2002). Entretanto, é difícil avaliar de forma quantitativa a independência do conselho nas empresas devido às interações entre os diversos agentes da companhia (acionistas, membros do conselho e executivos), que são dinâmicas ao longo do tempo.

A aproximação aqui utilizada é medir a independência do conselho em internos (executivos ou funcionários da companhia), externos (não-executivos da companhia, mas com alguma relação com ela) e independentes (conselheiros profissionais, seguindo uma série de critérios esclarecidos no Código do IBGC (2010, p.37).

Para o presente estudo, somente foi possível classificar os conselheiros em internos e externos, pois a CVM apenas exige das empresas que classifiquem seus conselheiros em duas opções. Somente a partir de 2007 surgiu a identificação de conselheiro independente.

Portanto, a variável de governança corporativa relacionada à independência do conselho de administração é extremamente simplificada. Assim, a divisão dos conselheiros entre executivos e não-executivos dificulta a independência dos conselheiros em relação aos acionistas controladores. Dada a limitação das informações públicas disponíveis para todo o período pelas empresas, utilizou-se a proporção de não-executivos no conselho como aproximação da independência do conselho.

A impossibilidade de identificação dos conselheiros profissionais durante todo o período deste estudo (estes com maior probabilidade de terem atitude independente) faz com que conselhos com alto percentual de membros externos, considerados independentes no estudo pelo indicador utilizado, possam ser totalmente passivos e alinhados ao principal executivo da companhia. Isto ocorre, uma vez que todos podem ter sido nomeados pelo acionista controlador por laços familiares ou de amizade. Apesar da fragilidade da definição operacional escolhida, esta ainda assim pode ser considerada válida, já que a mesma definição foi utilizada em outras pesquisas e é razoável argumentar que um conselho com maioria de membros externos possui maior probabilidade de supervisionar e divergir das opiniões dos executivos do que um conselho composto pelos próprios executivos.

3.7.1 Variáveis ausentes no modelo

No modelo empírico utilizado, as variáveis independentes selecionadas influenciam fortemente os resultados a serem obtidos. Conforme foi apresentado, buscou-se ter o cuidado de incluir diversas variáveis de controle para melhor especificação do modelo, a fim de evitar a constatação de relações entre as variáveis que não sejam verificáveis na prática.

3.7.2 Seletividade da amostra

Pode-se dizer que a escolha da amostra inicial de 156 empresas não é aleatória, uma vez que foi utilizado um corte mínimo de liquidez. Esta seleção é defensável na medida em que empresas cuja liquidez é abaixo da média do mercado podem não ter no preço de suas ações o reflexo de seu verdadeiro valor no mercado.

Além disso, pode-se inferir que a maior parte das empresas selecionadas para a amostra são empresas de porte acima da média, cuja liquidez de suas ações também é acima da média do mercado brasileiro. Desta forma, poderia existir um viés no sentido de a amostra não ser uma representação do mercado brasileiro em geral. Portanto, não se pode generalizar

o resultado desta pesquisa para a população, no caso dos testes de regressão em painel. Mesmo assim, tais resultados são relevantes no sentido de estudar os efeitos das características de governança corporativa sobre o valor e o desempenho das empresas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O objetivo geral deste estudo foi investigar, sob a perspectiva da Teoria de Agência, a influência da adoção de boas práticas de governança corporativa de acordo com IBGC e CVM sobre o valor e o desempenho corporativo das empresas brasileiras listadas na Bovespa. Para tanto, neste capítulo encontra-se a estatística descritiva das variáveis, a correlação existente entre elas, a apresentação e análise dos resultados obtidos em cada um dos modelos utilizados e os testes das hipóteses.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

De acordo com os procedimentos descritos na metodologia, e a partir dos dados coletados de respectivas fontes, criou-se o Quadro 4 de orientação da variável dependente de valor e as variáveis independentes de governança corporativa para melhor guiar.

Quadro 6 – Orientação da variável dependente de valor e as variáveis independentes de Governança Corporativa

Variável	Descrição	Abreviatura
Dependente	Q Tobin	Q Tobin
	<i>Free float</i>	FF
Independente	Independência do conselho	INDEP
	Segregação na Presidência do conselho	SPC
	Tamanho do conselho	TOT
	Participante de nível de Governança Corporativa	GC

Fonte: Elaborado pelo autor

Para as variáveis que serão utilizadas no sentido de verificar os efeitos da qualidade das práticas de Governança Corporativa sobre o valor e o desempenho das empresas de capital aberto listadas em Bolsa, é apresentada a estatística descritiva das variáveis utilizadas para o período de 2000 a 2010, na Tabela 4 a seguir.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis (2000 a 2010)

As variáveis investigadas foram o *Free Float* (FF), Presença nos índices de Governança (CG), Independência de conselho (INDEP), segregação de funções presidente do conselho e presidente da empresa (SC) e Tamanho do conselho (TOT). A caracterização dessas variáveis é apresentada no capítulo 3. A tabela apresenta as estatísticas descritivas (média, mediana, máximo, mínimo e desvio padrão) dessas variáveis. Os dados são relativos a 2000 a 2010. A amostra é formada por 141 empresas.

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio padrão
FF	39,80	38,65	94,76	0	20,28
CG	68,55	1	1	0	46,45
INDEP	73,95	77,78	1	-1	2,84
SC	29,51	0	30	0	0,46
TOT	7,56	7	17	3	2,74

Fonte: Elaborada pelo autor

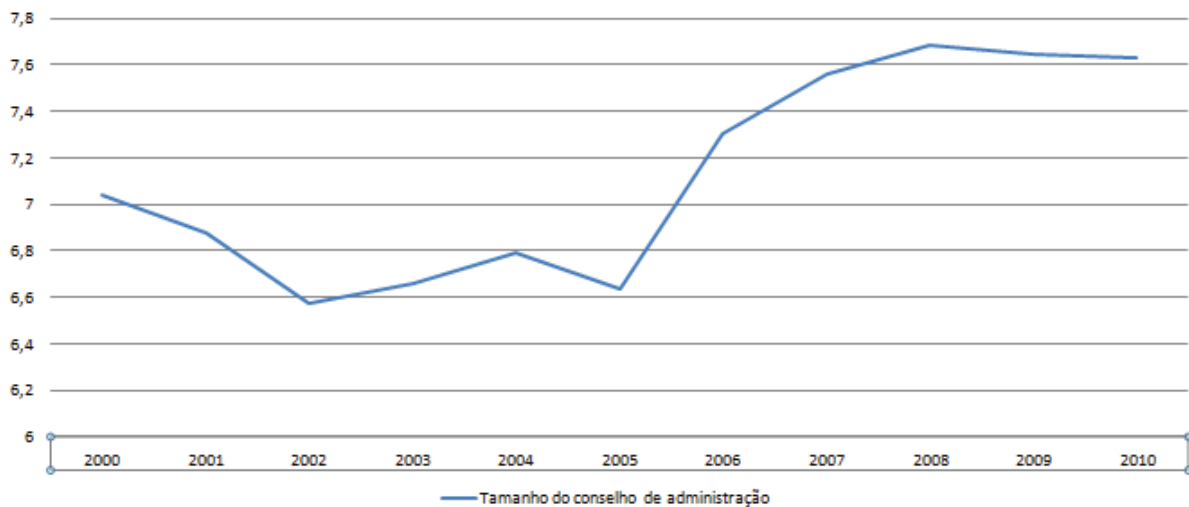
Os resultados de 2000 a 2010 apresentaram um alto nível de empresas que optaram por participar dos níveis de governança corporativa, com média superior a 68 pontos percentuais.

Quanto ao tamanho dos conselhos de administração, encontrou-se a média 7,56 e a mediana 7 membros. A proximidade observada entre a média e a mediana revela uma tendência central de sete membros para os conselhos de administração, seguindo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (2010), que aconselha uma variação mínima de 5 e máxima de 11 conselheiros, conforme o setor de atuação, o porte, a complexidade das atividades e o estágio do ciclo de vida da organização.

Um aspecto importante a ser lembrado é que a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976) define, no artigo 140, que os conselhos devem ser compostos por, no mínimo, três membros. Desta forma, é razoável supor que empresas que adotam um conselho com apenas três membros o fazem em grande parte para simples atendimento da lei. Os conselhos reduzidos possuem menor probabilidade de atuação efetiva, haja vista a dificuldade de um grupo formado por três pessoas cumprir todos os papéis atribuídos ao conselho de uma grande empresa.

Somando a esta dificuldade de se ter um conselho eficiente com três membros as recomendações do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, era de se esperar que a proporção de empresas se adequasse ao longo do tempo. A evolução demonstrada no Gráfico 1 apresenta uma estabilidade na faixa dos 7 membros nos conselhos de administração, sendo que obteve seu menor número em 2002 e seu maior índice em 2008, logo após a crise mundial. Observa-se maior concentração de representantes nos conselhos de administração localizados nas empresas no setor de energia com média no período de 9,64 membros e um máximo de 17 membros.

Gráfico 1 – Tamanho do conselho de administração



Fonte: Elaborado pelo autor

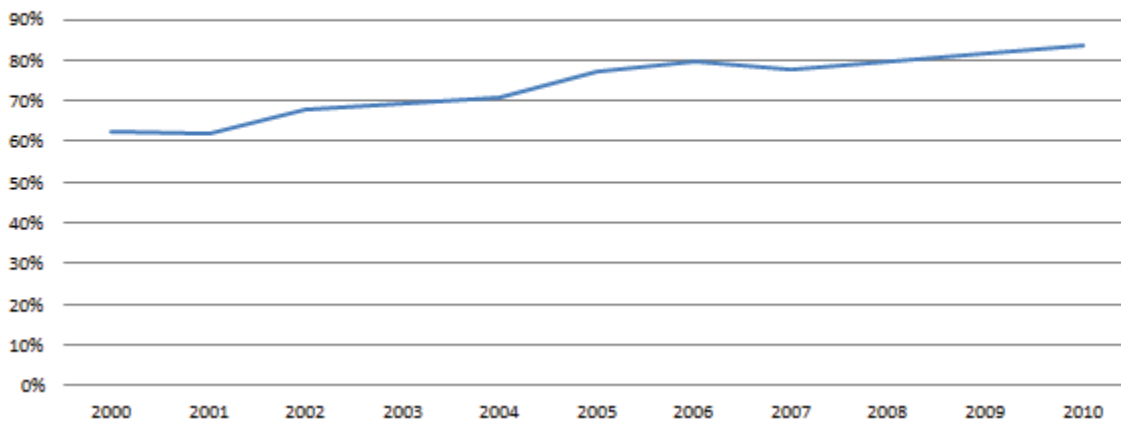
Segundo as informações da Tabela 3, anterior, a média dos conselhos das companhias abertas brasileiras é composta, em sua maioria, por conselheiros externos, que não desempenham atividades executivas na companhia. Com 73,95% pontos percentuais em média no período de 2000 a 2010, os conselheiros eram externos. À primeira vista, a alta proporção de conselheiros externos nas companhias abertas brasileiras pode ser vista como uma adequação das companhias ao que é recomendado pelo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, isto é, a separação das funções do conselho e da diretoria pela presença distinta nos respectivos órgãos.

Da mesma forma, a alta proporção de conselheiros externos conduz à percepção inicial de que os conselheiros das empresas brasileiras podem ser considerados muito independentes. Entretanto, a aparente independência dos conselhos das companhias abertas brasileiras deve ser questionada, haja vista que a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976) define que no máximo um terço do conselho pode ser composto por diretores da companhia (parágrafo 1º de artigo 143). Desta forma, já existe uma determinação legal de que os conselhos de administração das empresas brasileiras devam ser compostos com maioria de membros externos. Aplicado o limite legal máximo de um terço de internos na fórmula utilizada para cálculo de independência do conselho (INDEP), era de se esperar que todas as empresas apresentassem um mínimo de 33,3%.

Outra informação importante sobre a governança corporativa nas empresas brasileiras, apresentada na Tabela 4, é relacionada à segregação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho. O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC

recomenda que os cargos sejam ocupados por pessoas distintas, de forma a evitar que o principal executivo detenha um poder excessivo. As informações do quadro permitem constatar que em 29,51% em média, no período de 2000 a 2010, das companhias abertas brasileiras, os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são ocupados pela mesma pessoa. Com relação à evolução deste indicador, nota-se uma redução percentual de empresas com unificação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho, conforme Gráfico 2 a seguir, na direção das recomendações acadêmicas e de mercado.

Gráfico 2 – Segregação entre diretor executivo e presidente do conselho



Fonte: Elaborado pelo autor

Quanto ao nível de ações livres “*free float*”, ele se encontra dentro do estabelecido no critério da CVM de no mínimo 25%, alcançando a média de 39,80% no período de 2000 a 2010; isto é, consideram-se ações livres ordinárias e preferência nas mãos do mercado.

Em relação à ideia bastante difundida de que o padrão da estrutura de propriedade das empresas tende a evoluir para o modelo de Berle e Means (1932) com estrutura pulverizada e separação clara entre acionistas e executivos, pode-se observar que ainda não há uma relação nítida neste sentido. Conforme o Gráfico 3, há queda na evolução, que pode ser associada com o aumento significativo de empresas pertencentes ao nível de Governança Corporativa Novo Mercado de 45,71%, que exige somente ações ordinárias.

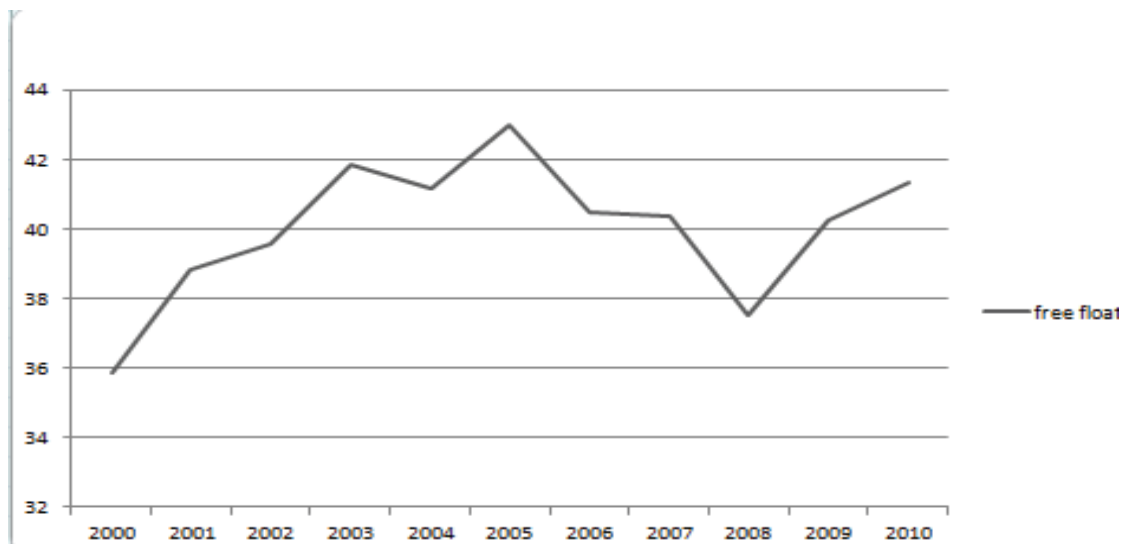
Como era permitido às empresas, anteriormente à edição da Lei nº 10.303, de 2001, emitirem até 2/3 do total de suas ações da espécie preferencial, os controladores podiam exercer seus poderes de mando com pouco mais de 16% do capital (metade + 1 das ações ordinárias e nenhuma preferencial) sem correrem o risco de perda do controle da companhia. Hoje, com as alterações produzidas pela referida Lei, ainda assim um acionista ou um grupo

pode exercer o controle de uma sociedade detendo um percentual bastante reduzido de seu capital; isto é, com pouco mais de 25% das ações emitidas pela companhia.

Contudo, observa-se que o mercado de ações caminha no sentido de ampliação de ações livres.

Nota-se diminuição importante do *free float* no ano 2008, com posterior recuperação. Isto provavelmente possa ser creditado à forte crise dos mercados financeiros ocorrida naquele ano, ocasião em que muitas empresas tomaram a decisão de recompra de seus títulos, talvez depreciados de forma substancial, tornando-se bom investimento para os acionistas remanescentes a compra de títulos de própria emissão da Cia.

Gráfico 3 – Evolução do *Free float*



Fonte: Elaborado pelo autor

A matriz de correlação exposta por meio da Tabela 5 permite analisar as correlações lineares entre as variáveis. Neste sentido, o relacionamento entre as variáveis leva a algumas considerações.

Tabela 5 – Correlação entre as variáveis de governança corporativa entre 2000 a 2010

	FF	GC	INDEP	SC	TOT
FF	1				
GC	0,0899	1			
INDEP	-0,0637	0,0970	1		
SC	0,0590	-0,0765	-0,6187	1	
TOT	-0,0495	0,1462	0,3869	-0,2752	1

Fonte: Elaborada pelo autor

As correlações do Quadro 4 indicam:

- Quanto maior a independência do conselho (INDEP) e a adesão ao nível de Governança (CG), menor a probabilidade de cargos unificados entre diretor executivo e presidente do conselho (SC), corroborando a hipótese de que um conselho independente tende a indicar como seu presidente um membro que não seja o diretor executivo da companhia, assim ajustando-se às recomendações do Código de boas práticas de Governança Corporativa.
- Há maior probabilidade de um conselho de administração ser menor quando não há segregação de função entre diretor executivo e presidente do conselho, e os níveis de *free float* tendem a ser menores. Isso reforça a hipótese de que as empresas com um forte acionista controlador (com maior probabilidade de ocupar simultaneamente os cargos de diretor executivo e presidente do conselho) tendem a ter conselhos menores e a manter níveis de ações livres reduzidos.

Tabela 6 – Correlação entre as variáveis de governança, valor, desempenho variáveis de controle de 2000 a 2010

	FF	GC	INDEP	SC	TOT	LAJIRDA	Q de tobin	Lg Ativo	RENT	RLOAT	ROE	VOL dos lucro	BETA	END. LIQ.
FF	1													
GC	0,124	1												
INDEP	-0,042	0,08	1											
SC	0,106	-0,025	-0,604	1										
TOT	-0,049	0,166	0,366	-0,26	1									
LAJIRDA	-0,064	0,014	0,042	-0,038	0,080	1								
Q de Tobin	0,052	-0,158	0,048	-0,131	-0,127	-0,053	1							
LG_Ativo	0,138	0,006	0,022	-0,057	0,068	-0,020	-0,060	1						
RENT.	0,043	-0,017	-0,054	0,055	-0,087	0,047	0,027	-0,037	1					
RLOAT	0,011	-0,162	-0,128	-0,0477	-0,198	0,271	0,309	-0,126	0,0385	1				
ROE	-0,007	-0,007	-0,026	-0,0271	-0,013	-0,008	0,030	0,007	0,0697	0,0812	1			
Vol dos lucros	0,015	0,016	0,065	-0,064	0,063	0,102	0,011	0,012	-0,0623	0,0694	0,0464	1		
BETA	0,054	0,081	0,0275	-0,02	0,016	-0,086	-0,019	0,051	-0,0339	-0,151	-0,082	-0,0255	1	
END LIQU	-0,058	-0,063	-0,099	-0,052	0,023	-0,119	0,244	-0,103	-0,0250	0,0511	0,0489	-0,0309	0,083	1

Fonte: Elaborada pelo autor

As correlações da Tabela 6 indicam como principais resultados que:

- 1- Quanto maior a independência do conselho de administração (INDEP), maior o lucro antes de juros e impostos (LAJIRDA), maior Q de Tobin e menor endividamento líquido. Esta relação corrobora a hipótese da pesquisa de que a

independência do conselho é saudável para a companhia. A maior independência do conselho (INDEP) mostra-se menos eficiente em relação à rentabilidade das ações, mesmo que esta consistência seja baixa.

- 2- Quanto à não-segregação de diretor executivo e presidente do conselho, apresenta uma relação negativa com as variáveis, corroborando a hipótese de que a concentração do poder não é benéfica para a empresa. A rentabilidade sinalizou o oposto, sendo positiva, situação não esperada.
- 4- O tamanho do conselho (TOT) mostrou-se sem relação definida; há ambiguidade entre as variáveis de desempenho e valor.
- 3- O *free float* demonstrou relação positiva quanto ao valor e ao desempenho. Esta recomendação nos atuais níveis fortalece a hipótese de que estrutura pulverizada e separação clara entre acionistas e executivos é benéfica aos acionistas e às empresas.

Pertencer a níveis diferenciados de Governança Corporativa não se demonstrou eficiente e apresenta uma relação negativa quanto ao valor e ao desempenho. A relação não favorável pode estar associada ao fato de 71% das empresas da amostra pertencer a níveis diferenciados de Governança.

4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO

O primeiro passo para a análise de regressão foi a realização de análise prévia da correlação significativa com a finalidade de evitar a multicolinearidade entre as variáveis independentes. A matriz de correlação apresentada na Tabela 7, a seguir, demonstra correlação entre a variável “independência do conselho” (INDEP) e segregação entre diretor executivo e “presidente do conselho” (SC), esta superior a 0,60.

Observa-se que SC mantém uma correlação superior com a variável dependente. Sendo assim, optou-se pela variável independente com maior correlação com a variável dependente. Adotou-se também o critério de excluir as correlações inferiores a 0,01 com a variável dependente, e por este critério foi excluída a variável volatilidade dos lucros.

Tabela 7 – Matriz de correlação Q de Tobin

Correlation	Q de Tobin	log Ativo	Beta	End. Liq.	FF	GC	INDE P	Rent.	ROE	SC	TOT	Vol. Dos Lucros
Q de tobin	1,0000											
Log Ativo	-0,0593	1,0000										
Beta	-0,0165	0,0505	1,0000									
End. Liq.	0,2442	-0,1033	0,0825	1,0000								
FF	0,0509	0,1388	0,0572	-0,0584	1,0000							
GC	-0,1581	0,0065	0,0801	-0,0642	0,1270	1,0000						
INDEP	0,0550	0,0211	0,0214	-0,1014	-0,0376	0,0796	1,0000					
Rent.	0,0271	-0,0370	-0,0339	-0,0250	0,0438	-0,0173	-0,0548	1,0000				
ROE	0,0306	0,0067	-0,0822	-0,0490	-0,0074	-0,0078	-0,0272	0,0697	1,0000			
SC	-0,1335	-0,0566	-0,0187	-0,0519	0,1046	-0,0221	-0,6077	0,0560	-0,0270	1,0000		
TOT	-0,1236	0,0672	0,0117	0,0229	-0,0467	0,1652	0,3597	-0,0876	-0,0131	-0,2588	1,0000	
Vol. Dos lucros	0,0114	0,0117	-0,0254	-0,0309	0,0150	0,0167	0,0661	-0,0623	0,0464	-0,0652	0,0633	1,0000

Fonte: Elaborada pelo autor

O teste de Hausman (resultados apresentados no Apêndice 1) é utilizado para decidir qual dos modelos é o mais apropriado: o modelo de efeitos aleatórios (H_0) ou o modelo de efeitos fixos (H_1). Sob a hipótese alternativa, os estimadores *GLS* com efeitos aleatórios (e *OLS*) são não consistentes, mas os estimadores com efeitos fixos são.

Se $H > \chi_k^2$ rejeitar o modelo com efeitos aleatórios. O modelo com efeitos fixos é, nesse caso, mais apropriado.

O teste Hausman, com 7 graus de liberdade, apresentou Chi-SQ Statistic de 125,53, *p-value* de 0,000, ou seja, indicando o uso de efeitos fixos a um nível de significância bastante superior a 1%.

Quando equacionadas as variáveis independentes de governança corporativa e variáveis de controle, observa-se a equação do Apêndice 2 com níveis de significância superiores a 25%, utilizando esta faixa como primeiro critério, nas variáveis GC, Beta e Rentabilidade; portanto, não significantes estatisticamente para o modelo e devem ser excluídas. O teste de Durbin-Watson apresentou-se baixo, indicando problema de autocorrelação serial. Desta forma, tornou-se necessário o acréscimo de um termo autorregressivo para o ajuste da equação.

Uma nova equação com as variáveis independentes de governança corporativa e variáveis de controle é observada no Apêndice 3. Com níveis de significância superiores a 25% nas variáveis TOT e ROE; portanto, não significantes estatisticamente para o modelo, também devem ser excluídas. O teste de Durbin-Watson apresenta resultado de 2,02, portanto dentro da faixa ideal, quando utilizados dois termos autorregressivos (1ª e 2ª ordens).

Uma nova equação apresentada no Apêndice 4 obtém níveis de significância entre 1% a 10% nas variáveis, portanto, combinando as variáveis que melhor se ajustam ao modelo. Uma nova equação vista no Apêndice 5 ajusta ainda mais as variáveis, para a melhor proposta de equação neste modelo, conforme apresentada a seguir:

$$QdeTobin = 13,2608 - 0,78 \times \log_{(ativo)} + 0,0085 \times End.Liq - 0,36 \times SC - 6,536869439e - 0,05 \times FF^2 + [CX = F] + [AR(1)AR(2)]$$

As variáveis \log (ativo), Endividamento Líquido e Segregação de função entre diretor executivo e presidente do conselho mantiveram-se com significância estatística para o período com nível de significância a 1% (probabilidade de estatística t), alternado o sinal. A variável *free float* apresentou significância estatística 5% correlacionando-se negativamente com o valor das empresas.

A variável independente de Governança Corporativa SC apresentou sinal negativo em relação ao valor da empresa, de acordo com o esperado. Aplicando-se o teste t , este concorda com os resultados apresentados na regressão, pois apresenta p -value 0,011, com praticamente a mesma significância daquela, ou seja, apresenta diferença significativa nas médias das empresas com segregação de funções entre presidência do conselho e diretoria executiva. As empresas com segregação apresentaram maior valor de mercado, corroborando a hipótese de que a adoção das recomendações do IBGC e CVM para separação dos cargos é saudável para as empresas.

O tamanho do ativo das empresas apresenta correlação negativa. Desta forma, quanto maior o tamanho da empresa, sua influência é negativa no valor dela. Aplicando-se o teste t , ele revelou p -value 0,000036, superior ao nível de significância 1% da equação; isto é, as empresas menores em média apresentam um Q de Tobin maior em média em relação às maiores, o que era esperado.

A variável Endividamento Líquido apresentou correlação positivamente e demonstrou o reconhecimento do mercado pelo benefício da dívida.

A variável *Free Float* demonstrou influenciar negativamente o valor das empresas brasileiras. Esta relação não era esperada, pois, conforme as recomendações do Código do IBGC e a CVM, o nível elevado de ações livres deve ser benéfico para as empresas. Este resultado pode estar associado às turbulências no mercado financeiro ocorridas no período da crise mundial de 2008. A relação é representada no Gráfico 3, que demonstra forte queda nos níveis de *free float* no período, seguida de recuperação rápida aos níveis anteriores à crise

mundial. A associação da crise mundial à queda de valor das empresas pode ter oportunizado que as empresas brasileiras manifestassem o anseio de recomprar seus ativos a níveis inferiores ao seu valor justo, justificando, assim, a influência negativa no valor das empresas brasileiras.

A utilização de autorregressivo demonstra que as práticas de governança são reconhecidas após duas defasagens, ou seja, demonstrando que as recomendações do Código de Boas Práticas de Governança Corporativa não se refletem no valor das empresas no ano de sua aplicação.

A existência de heterocedasticidade foi avaliada pelo teste de White. A equação está representada no Apêndice 6. A equação entre erro ao quadrado as variáveis de Governança Corporativa (probabilidade 0,000002) é inferior a 10% ; logo, não se aceita H_0 , ou seja, a hipótese homocedasticidade é rejeitada; ou seja, há presença heterocedasticidade . Em consequência, não mais se pode depender dos intervalos de confiança calculados de maneira convencional, portanto inviabilizando o teste de hipótese, conforme Gujarati (2000, p.322).

Para verificar a existência de correlação serial nos resíduos, utilizou-se Durbin-Watson. O teste mostrou-se consistente (2,01), número que indica a não-existência de problemas de autocorrelação.

4.2 RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO MEDIDO PELO LAJIRDA

Iniciou-se com a observação de correlação significativa por meio da matriz de correlação representada pela Tabela 8, a seguir.

Correlation	LAJIRDA	log(ativo)	BETA	END.LIQ.	FF	GC	INDEP	RENT.	ROE	SC	TOT	VOL. Dos Lucros
LAJIRDA	1,0000											
log(ativo)	-0,0197	1,0000										
BETA	-0,0878	0,0504	1,0000									
END.LIQ.	-0,1154	-0,1025	0,0816	1,0000								
FF	-0,0629	0,1381	0,0561	-0,0589	1,0000							
GC	0,0176	0,0067	0,0784	-0,0622	0,1280	1,0000						
INDEP	0,0404	0,0218	0,0222	-0,1001	-0,0402	0,0784	1,0000					
RENT.	0,0450	-0,0371	-0,0330	-0,0259	0,0428	-0,0189	-0,0540	1,0000				
ROE	-0,0073	0,0069	-0,0825	-0,0481	-0,0074	-0,0070	-0,0270	0,0692	1,0000			
SC	-0,0421	-0,0568	-0,0170	-0,0542	0,1032	-0,0252	-0,6049	0,0577	-0,0279	1,0000		
TOT	0,0800	0,0675	0,0119	0,0238	-0,0478	0,1649	0,3604	-0,0874	-0,0129	-0,2585	1,0000	
VOL. Dos Lucros	0,0431	0,0031	-0,0068	-0,0529	0,0106	-0,0149	0,0490	-0,0335	0,0271	-0,0180	0,0439	1,0000

Fonte: Elaborada pelo autor

A matriz de correlação demonstra alta correlação entre as variáveis “independência do conselho” (INDEP) e “segregação” (SC) entre diretor executivo e presidente do conselho, esta superior a 0,60. Observa-se que INDEP e SC mantêm uma correlação muito semelhante com a variável dependente. Sendo assim, optou-se por manter as variáveis e posteriormente optar por sua exclusão na equação, a partir de outros resultados.

O teste de Hausman no Apêndice 7 é utilizado para decidir qual dos modelos é o mais apropriado: o modelo de efeitos aleatórios (H_0) ou o modelo de efeitos fixos (H_1). Sob a hipótese alternativa, os estimadores *GLS* com efeitos aleatórios (e *OLS*) são não consistentes, mas os estimadores com efeitos fixos são.

Se $H > \chi_k^2$ rejeitar o modelo com efeitos aleatórios. O modelo com efeitos fixos é, nesse caso, mais apropriado.

O teste Hausman com 9 graus de liberdade apresentou Chi-SQ Statistic de 35,11 com *p-value* de 0,0003, ou seja, indicando o uso de efeitos fixos a um nível de significância de 1%.

Na equação do Apêndice 8, utilizando LAJIRDA como variável dependente e as demais variáveis independentes de governança corporativa e de controle, obteve-se GC e TOT com significância bem superior a INDEP e SC. Manteve-se INDEP e SC ainda com relação praticamente idêntica e todas as variáveis com significância inferior a estas duas variáveis para fazer a seleção na próxima equação.

No Apêndice 9 a equação apresenta SC com significância superior a INDEP, portanto é feita sua exclusão; demais variáveis excluídas: log (ativo) e *free float*.

A equação resultante no Apêndice 10 exclui a variável de controle Beta, que resulta em uma nova equação no Apêndice 11. A partir desta equação são providenciados os ajustes

não-lineares das variáveis resultantes na equação do Apêndice 12, que melhor representa o modelo.

$$\text{LAJIRDA} = 10.90 - 0.0432 \cdot \text{INDEP} - 0.0913 \cdot \text{END.LIQUIDO} + 1.3401 \cdot \text{LOG}(\text{ROE}) + [\text{CX}=\text{F}]$$

Observa-se que o ROE das empresas apresenta relação positiva e significância de 1%, o que já era esperado devido à relação direta entre as variáveis de desempenho financeiro.

O Endividamento Líquido mantém relação negativa com o desempenho e com significância 1%, relação não esperada devido aos benefícios oriundos da dívida. Desta forma, o Endividamento Líquido não foi saudável para as empresas brasileiras, prejudicando seu desempenho.

A variável independente de governança corporativa (INDEP), com significância estatística ao nível de 5%, demonstrou influenciar negativamente o desempenho das empresas brasileiras. Esta relação não era esperada, pois, conforme as recomendações do Código do IBGC e a CVM, o nível elevado de independência nos conselhos de administração deveria ser benéfico. Observa-se que graus de independência maior não seriam saudáveis para as empresas. Desta forma, é possível afirmar que conselhos com grau de independência alto não se convertem em desempenho financeiro para as empresas, no caso brasileiro.

A existência de heterocedasticidade foi avaliada pelo teste de White no Apêndice 13. A equação no Apêndice 13 entre Q de Tobin e as variáveis de governança corporativa (probabilidade 0,000001) é inferior a 10%; logo, não se aceita H0 (homocedasticidade); ou seja, há presença de heterocedasticidade significativa. Em consequência, não se pode mais depender dos intervalos de confiança calculados de maneira convencional, o que inviabiliza o teste de hipóteses, conforme Gujarati (2000, p.322).

Para verificar a existência de correlação serial nos resíduos utilizou-se Durbin-Watson. O teste mostrou-se consistente (2,01), um resultado que não apresenta problema de autocorrelação.

4.4 RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR MEDIDO PELO RLOAT

Com a matriz de correlação apresentada na Tabela 9, a seguir, é possível analisar a existência de correlação significativa.

Tabela 9 – Matriz de correlação RLOAT

Correlation	RLOAT	log(Ativo)	BETA	END LIQ	FF	GC	INDEP	RENT.	ROE	SC	TOT	VOL. Dos Lucros
RLOAT	1,0000											
log(Ativo)	-0,1265	1,0000										
BETA	-0,1513	0,0504	1,0000									
END LIQ	0,0478	-0,1025	0,0816	1,0000								
FF	0,0138	0,1381	0,0561	-0,0589	1,0000							
GC	-0,1644	0,0067	0,0784	-0,0622	0,1280	1,0000						
INDEP	-0,1351	0,0218	0,0222	-0,1001	-0,0402	0,0784	1,0000					
RENT.	0,0394	-0,0371	-0,0330	-0,0259	0,0428	-0,0189	-0,0540	1,0000				
ROE	0,0802	0,0069	-0,0825	-0,0481	-0,0074	-0,0070	-0,0270	0,0692	1,0000			
SC	-0,0450	-0,0568	-0,0170	-0,0542	0,1032	-0,0252	-0,6049	0,0577	-0,0279	1,0000		
TOT	-0,2015	0,0675	0,0119	0,0238	-0,0478	0,1649	0,3604	-0,0874	-0,0129	-0,2585	1,0000	
VOL. Dos Lucros	0,0886	0,0031	-0,0068	-0,0529	0,0106	-0,0149	0,0490	-0,0335	0,0271	-0,0180	0,0439	1,0000

Fonte: Elaborada pelo autor

Há existência de correlação elevada entre as variáveis “Independência do Conselho” (INDEP) e “Segregação” (SC) entre diretor executivo e presidente do conselho (superior a 0,60). Observa-se que INDEP mantém uma correlação superior com a variável dependente. Sendo assim, optou-se pela variável com maior correlação com a variável dependente.

O teste de Hausman no Apêndice 14 é utilizado para decidir qual dos modelos é o mais apropriado: o modelo de efeitos aleatórios (H0) ou o modelo de efeitos fixos (H1). Sob a hipótese alternativa, os estimadores *GLS* com efeitos aleatórios (e *OLS*) são não-consistentes, mas os estimadores com efeitos fixos são consistentes.

Se $H > \chi_k^2$ rejeitar o modelo com efeitos aleatórios. O modelo com efeitos fixos é, nesse caso, mais apropriado.

O teste Hausman com 9 graus de liberdade e Chi-SQ Statistic de 21,32, com *p-value* de 0,0113, ou seja, indicando o uso de efeitos fixos a um nível de significância de praticamente 1%.

Observa-se nos Apêndices 15 e 16 as equações que permitem excluir as variáveis de Endividamento Líquido, *free float*, rentabilidade, ROE, TOT e volatilidade dos lucros. No Apêndice 17 tem-se selecionada a equação ideal, conforme apresentada a seguir:

$$\text{RLOAT} = 188.49 - 10.13 \cdot \text{LOG}(\text{ATIVO}) - 5.176 \cdot \text{LOG_INDEP_} + 2.184 \cdot \text{BETA} + [\text{CX=F}] + \text{AR}(1) + \text{AR}(2)$$

Observa-se uma relação negativa a uma significância de 1%. Desta forma, quanto maior o Ativo menor o desempenho financeiro da empresas. Era algo esperado, uma vez que isso já foi verificado no presente trabalho e em outros, como Ross(1977) a Zanini(2008). A

variável Beta manteve uma relação positiva a uma significância de 5%. Maior risco, maior retorno. Portanto, situação esperada.

A variável independente de governança corporativa INDEP relacionou-se negativamente a uma significância estatística de 1%. Isso não era esperado, mas mantém a mesma relação que a variável independente LARJIRDA teve com esta variável. A independência do conselho não se mostrou saudável para o desempenho financeiro das empresas, indo no sentido oposto das recomendações do IBGC e CVM.

A existência de heterocedasticidade foi avaliada pelo teste de White (apresentado no Apêndice 18). A equação no Apêndice 18 entre RLOAT e as variáveis de governança corporativa (probabilidade 0,000001) é inferior a 10%; logo, não se aceita H_0 ; ou seja, a hipótese de homocedasticidade. Há presença de heterocedasticidade significativa. Em consequência, não se pode mais depender dos intervalos de confiança calculados de maneira convencional, portanto, inviabilizando o teste de hipóteses, conforme Gujarati (2000, p.322).

Para verificar a existência de correlação serial nos resíduos utilizou-se Durbin-Watson. O teste mostrou-se consistente (2,08). Desta forma, não apresentou problema de autocorrelação.

4.5 RESULTADOS ESPERADOS *VERSUS* ENCONTRADOS

A Tabela 10, a seguir, apresenta uma síntese dos resultados esperados em comparação com resultados encontrados, para cada variável, valor e desempenho, em relação às variáveis de governança corporativa.

Tabela 10 – Resultados esperados em comparações encontrados

	Variável	Coeficiente esperado	Abordagem	
			Dados em Painel	Coeficiente encontrado
Quadro 15 Valor (Q de Tobin)	GC	(+)	Efeitos Fixos	não significante
	SC	(-)		(-)
	INDEP	(+)		não significante
	FF	(+)		(-)
	TOT	(+)		não significante
	GC	(+)	Efeitos Aleatórios	não significante
	SC	(-)		não significante
	INDEP	(+)		não significante
	FF	(+)		não significante
	TOT	(+)		não significante
Desempenho (LAJIRDA)	GC	(+)	Efeitos Fixos	não significante
	SC	(-)		não significante
	INDEP	(+)		(-)
	FF	(+)		não significante
	TOT	(+)		não significante
	GC	(+)	Efeitos Aleatórios	não significante
	SC	(+)		não significante
	INDEP	(+)		não significante
	FF	(+)		não significante
	TOT	(+)		não significante
Desempenho (RLOAT)	GC	(+)	Efeitos Fixos	não significante
	SC	(-)		não significante
	INDEP	(+)		(-)
	FF	(+)		não significante
	TOT	(+)	não significante	
	GC	(+)	Efeitos Aleatórios	não significante
	SC	(-)		não significante
	INDEP	(+)		não significante
FF	(+)	não significante		
TOT	(+)	não significante		

Nota:

Para(+), coeficiente com sinal positivo e significante; para (-) coeficiente com sinal negativo e significante.

Fonte: Elaborada pelo autor

Conforme o quadro acima, a variável Independência do conselho (INDEP) foi a variável de Governança Corporativa que apresentou os resultados mais importantes da pesquisa. A INDEP apresentou relação negativa e significativa estatisticamente a nível de 5% e 1% respectivamente contra as variáveis de desempenho LARJIRDA e RLOAT. Ambas apresentaram relação negativa significativa estatisticamente; isto é, o grau de independência

elevado nas empresas associa-se a pior desempenho financeiro, o que vai de encontro às recomendações do IBGC e CVM.

De acordo com o quadro anterior, a variável de segregação (SC) de funções entre diretor executivo e presidente do conselho mostrou relacionar-se negativamente e estatisticamente significativa ao nível de 1% quando relacionada com o valor das empresas. Esta relação era esperada e corrobora a teoria e as recomendações do IBGC e CVM. Recorde-se que SC seria indicado por '0' na equação quando as funções de presidência do conselho e diretoria executiva fossem segregadas.

A variável de ações livres ou "*free float*" (FF) apresentou uma relação negativa e significativa estatisticamente com o valor das empresas brasileiras; ou seja, em média um Q de Tobin menor. O resultado obtido foi consistente para o período, porém inesperado, talvez em decorrência das turbulências de mercado ocorridas no período da crise de mundial em 2008 (crise americana), que atinge negativamente o valor de mercado das ações, reduzindo, em consequência, o valor das empresas.

A variável de governança corporativa (GC) como chancela de boas práticas não se demonstrou estatisticamente significativa em nenhum dos modelos propostos.

Quanto à variável Tamanho de conselho (TOT), esta igualmente não se mostrou estatisticamente importante para nenhum dos modelos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi o de investigar se existe uma relação significativa entre governança corporativa, valor da empresa e desempenho nas companhias abertas brasileiras, conforme as definições operacionais adotadas. Cinco variáveis de governança corporativa foram testadas contra as variáveis de desempenho e de valor:

- Segregação nos cargos de diretor executivo e presidente do conselho (SC)
- Tamanho do conselho de administração (TOT)
- Independência do conselho (INDEP)
- Ações livres no mercado “*Free Float*” (FF) e
- Adesão a níveis de Governança Corporativa (GC).

A variável ‘Segregação de Cargos’ (SC) entre diretor executivo e presidente do conselho (SC) apresentou uma correlação negativa significativa estatisticamente no nível 1% (valor de probabilidade associado à estatística *t*) contra a variável Q de Tobin. Os resultados foram consistentes com a teoria, apresentando uma forte evidência de que, em média, as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, apresentaram maior valor de mercado. Este resultado corrobora a hipótese de que adoção das recomendações do IBGC e da CVM, de segregação de funções entre diretor executivo e presidente do conselho, foi saudável para as empresas.

A variável ‘Tamanho do conselho’ (TOT) não se demonstrou estatisticamente significativa.

A variável ‘Independência do conselho’ (INDEP) foi a variável de governança que apresentou resultados consistentes nos dois casos com as variáveis de desempenho, sendo que, em ambos, houve significância estatística a nível de 5% contra LAJIRDA e 1% contra RLOAT. Esta relação em ambos demonstrou correlacionar-se negativamente, o que não corrobora as recomendações do IBGC e CVM. O grau de independência elevado não foi saudável para o desempenho das empresas, sugerindo que a estrutura de governança deve ter limites entre o grau de independência para atingir um melhor desempenho. É importante ressaltar, todavia, que a definição operacional adotada para a independência considera se conselheiros externos e internos, pois somente a partir de 2007 as informações sobre conselheiros independentes se tornaram obrigatórias.

A variável ‘Ações Livres’, ou *Free Float*, demonstrou relação negativa contra Valor das empresas, algo inesperado e que contraria as recomendações do IBGC e da CVM. Dentro da discussão sobre esta recomendação, é preciso comentar a crise de confiança dos

investidores ocorrida em 2008 no mercado de capitais mundial, que foi capaz de influenciar o valor das empresas ao redor do mundo e derrubar os níveis de ações livres nas mãos de investidores. O fato pode ter influenciado o resultado, visto que houve uma recuperação acelerada dos níveis de *free float* após a crise.

A variável ‘Governança Corporativa’ (GC) não se demonstrou estatisticamente significativa. A chancela de pertencer a níveis de governança diferenciados na Bolsa brasileira não foi reconhecida pelo mercado, talvez por aproximadamente 70% das empresas da amostra pertencerem aos níveis diferenciados de governança.

Acredita-se que este trabalho, que investigou a relação entre governança corporativa, valor e desempenho das empresas brasileiras, possa ser ampliado em várias direções, pois ainda existem muitas questões a serem investigadas sobre o tema. Por isto, em futuras pesquisas, dada a amplitude da linha de pesquisa, outros estudos poderão ser desenvolvidos, procurando-se responder questões como:

- Como é possível avaliar a independência do conselho de administração em relação aos executivos e/ou acionistas controladores?
- Análise da influência das relações da administração e dos conselheiros com a independência do conselho de administração.
- Qual é a relação entre a presença de comitês do conselho e o valor ou desempenho da empresa?
- Qual é a relação entre a qualificação profissional do conselho de administração e o valor ou desempenho da empresa?
- Quais fatores afetam a composição do conselho e como evoluem ao longo do tempo?
- Análise das políticas de remuneração dos administradores e conselheiros, incluindo o uso de *stock options*.
- Analisar associação da Governança Corporativa com associação da Gestão de Risco como forma de agregar valor ao negócio ou desempenho, adquirindo vantagem competitiva.
- Analisar a relação entre Governança Corporativa, qualidade dos pareceres emitidos pelos auditores e risco dos investidores.

Assim, ao demonstrar os benefícios diretos e indiretos da adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa, por parte das empresas brasileiras, espera-se que as evidências possibilitem aos pesquisadores a realização de experiências com outras variáveis importantes, facilitando o desenvolvimento de estudos sobre Governança Corporativa no Brasil.

REFERÊNCIAS

- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS ANALISTAS DE MERCADO DE CAPITAIS. Previdência: medo e esperança. **Revista ABAMEC**, Rio de Janeiro, v.31, n.4, p.18-20, jun. 2003.
- ALCHIAN, Armen; DEMSETZ, Harold. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, Nashville, v.62, p.777-795, 1972. ISSN 0002-8282.
- ALYRIO, R. D. **Metodologia Científica**. Rio de Janeiro: PPGEN: UFRRJ, 2008.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of panel data**. 2.ed. West Sussex, UK: John Wiley, 2001.
- BARNHART, Scott.; ROSENSTEIN, Stuart. **Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis**. *The Financial Review*, n.33, p.1-16, November, 1998.
- BAUER, Rob; GUENSTER, Nadja; OTTEN, Rogér. Empirical evidence on Corporate Governance in Europe. The effect on stock returns, firm value and performance. October 23, 2003. **EFMA 2004 Basel Meetings Paper**. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=444543>> / <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.444543>>. Acesso em: 13 fev. 2012.
- BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Alisa. Corporate Governance and Control: Handbook of the Economics of Finance. **Working Paper no. 9371**, Dec. 2002. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. (Ed.). **National Bureau of Economic Research**. Cambridge, Massachusetts, 2002.
- BERGHE, Van den; LEVRAU, A. Evaluating boards of directors: what constitutes a good corporate board? **Corporate Governance: an international review**, [s.l.], v.12, n.4, p.461-478, Oct. 2004.
- BERGLÖF, Erik. **Corporate control and capital structure: essays on property rights and financial contracts**. Estocolmo: Stockholm School of Economics, 1990.
- BERLE, Adolf Jr.; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Corporation and Private Property**. New York: Macmillan Publishing Company, 1932. 396p. Cap.1.
- BLACK, Bernard, **The corporate behavior and market value of Russian firms**, *Emerging Markets Review*, v.2, p.89-108, 2001
- BLACK, Bernard; BHAGAT, Sajai, **Board independence and long term firm performance**. *Journal of Corporation Law*, v.27, n.1. 2002.

BLACK, Bernard S.; KRAAKMAN, Reinier. Delaware's takeover law: the uncertain search for hidden value. **Northwestern University Law Review**, Chicago, v.96, n.2, p.521-566, Jan. 2002.

BLACK, Bernard S.; KIM, Woonchan; JANG, Hasung. Does Corporate Governance predict firms' market values? Evidence from Korea. 2006. Nearly final version, published in **Journal of Law, Economics, and Organization**, v.22, n.2, Fall 2006; **ECGI - Finance Working Paper No. 86/2005**; **KDI School of Pub Policy & Management Paper No. 02-04**; **McCombs Research Paper Series No. 02-05**; **Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 237**; **U of Texas law, Law and Econ Research Paper No. 26**. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=311275>>. Acesso em: 25 jan. 2012.

BLAIR, Margaret M. **The corporation and its stakeholders**: classic and contemporary readings. Toronto: University of Toronto Press, 1999. Whose interests should corporations serve? p. 47.

Bm&F BOVESPA. 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br/>>. Acesso em: 13 dez. 2011.

BORGES, Luis Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de Governança Corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDS**, Rio de Janeiro, v.12, n.24, p.111-148, dez. 2005.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, 17 dez. 1976 (suplemento) – **Alterada**. Disponível em: <<http://www81.dataprev.gov.br/sislex/paginas/42/1976/6404.htm>>. Acesso em: 28 dez. 2011.

_____. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, 1º nov. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 8 jan. 2012.

_____. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da União**, 28 dez. 2007 - Edição extra. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 8 jan. 2012.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 3.ed. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1992.

BRISOLA, Josué. Teoria do agenciamento na Contabilidade. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 16. Goiânia, 2000. **Anais...** Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 2000. 1. CD.

CARVALHO, A. Gledson de. Caminhos bem-sucedidos para o mercado de capitais. **A Gazeta Mercantil**, São Paulo, 20 nov. 2000, p.A2.

CHEW, D. **Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: a comparison of U.S., Japan, and Europe.** Oxford: Oxford University Press, 1997.

COASE, Ronald. The Nature of the Firm. **Economica**, New Series, London, v.4, n.16, p.386-405, Nov. 1937.

CHUNG, Kee; PRUITT, Stephen. **A simple approximation of Tobin's Q.** Financial Management, v.23, n.3, p.70-74, Autumn, 1994.

DE PAULA, Germano Mendes. **Governança Corporativa no Brasil e no México: estrutura patrimonial, práticas e políticas públicas.** Uberlândia: IE/UFU, set. 2003.

DOIDGE, Craig; KAROLYI, Andrew; LINS, George A.; V., Karl; MILLER, Darius P.; STULZ, René M. Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. April 2006. **ECGI - Finance Working Paper No. 77/2005**; Dice Center Working Paper No. 2005-2. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=668424>> / <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.668424>>. Acesso em: 28 mar. 2012.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayre. **Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais.** Caderno de pesquisa em Administração, v.7, n.4 outubro/dezembro, 2000.

FAMÁ, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, Chicago, University of Chicago Press, v.26, n.2, p.301-327, Jun. 1983.

FRANKS, Julian; MAYER, Colin. Hostile takeovers and the correction of managerial failure. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, n.40, p.163-181, Jan. 1996.

GARG, Ajay Kumar. Influence of BOARD size and independence on firm performance: a study of Indian companies. **Vikalpa**, v.32, n.3, p 39-60, July-Sept. 2007.

GREENE, William H. **Econometric analysis.** Rio de Janeiro: Prentice-Hall. 1997.

GITMAN, L. **Princípios de Administração Financeira.** 12.ed. São Paulo: Pearson, 2009.

GUJARATI, Damodar. **Econometria básica**, 4 ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

HSIAO, Cheng. **Analysis of panel data.** Cambridge: Cambridge University Press, 1986.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 4.ed. São Paulo: IBGC, 2010.

JENSEN, Michael. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms.** Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 2001. 320p.

_____; MECKLING, William H. Theory of Firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Elsevier, n.3, p.305-360, 1976.

KANG, Jun-Koo. STULZ, Rene M. How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new security issues. **Review of Financial Studies**, v.9, n.1, Spring, p.109-139, 1996.

KITAGAWA, Carlos Henrique; RIBEIRO, Máisa de Souza. Governança corporativa na América Latina: uma relevância dos princípios da OCDE na integridade dos conselhos e autonomia dos conselheiros. **Revista de Contabilidade Financeira** [online], v.20, n.51, p.61-76, 2009. ISSN 1519-7077.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate Governance, investor protection and performance in emerging markets. March 2002. **World Bank Policy Research Working Paper No. 2818**. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=303979>> / <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303979>>. Acesso em: 22 mar. 2012.

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

KRAIMER, Maria L. Organization goals and values: a socialization model. **Human Resources Management Review**, Elsevier, v.7, n.4, p 425-448, 1997.

LAMBERT, R. A. Agency theory and management accounting. In: CHAPMAN, C. S.; HOPWOOD, A. G.; SHIELDS, M. D. **Handbook of Management Accounting Research**. V.1. Amsterdam: Elsevier, 2007.

Lang, Larry H P & Stulz, Rene M, "**Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance**," *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 102(6), pages 1248-80, December 1994.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. **Law and Finance**. *Journal of Political Economy*, v.106, p.1113-1155, 1998b.

_____; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, Berkeley, v.54, n.2, p.471-517, 1999.

_____; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, North-Holland, v.58, p. 3-27, Oct. 2000.

_____; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v.57, n.3, p.1147-1170, 2002

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Práticas de governança e valor corporativo: uma recente revisão da literatura. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p.327-337, out./nov./dez. 2004.

_____; CARVALHAL DA SILVA, André, L. Corporate governance and value in Brazil (and Chile). **Research Network Working Paper n. R-514**, Coppead Graduate School of Business at the Federal Univesity of Rio de Janeiro, 2005a.

LEFORT, Fernando. Gobierno Corporativo: Que es? Y. Como andamos por casa? **Cuadernos de Economia**, v.40, n.120, ago. 2003.

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **BNDES**. Dez. 2004. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em: 24 jan. 2011.

LEV, Baruch. On the association between operating leverage and risk. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.9, n.4, p.627-641, 1974.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; ALVES, Cássia Vanessa Olak. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de *disclosure* com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 108p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração**. 4.ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARQUES, Luis David. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura**. Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão – Faculdade do Porto. Out. 2000. Disponível em: <<http://www.fep.up.pt/investigação/workingpaper.br>>. Acesso em: 20 jan. 2012.

MONKS, R. A. G.; MINOV, N. **Corporate governance**. 2.ed. Oxford: Blackwell, 2001.

ODENIUS, Jürgen. Germany's Corporate Governance reforms: has the system become flexible enough? **IMF Working Paper**, University of Saint Thomas, Saint Paul/Minneapolis, MN, European Department, July 2008.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, Cláudia. Avaliação das Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Caderno Discente Coppead**, Rio de Janeiro, n.3, p.18-31, 2000.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **RAC**, Curitiba, v.12, n.3, p.763-788, jul./set. 2008.

PETERSON, P. P.; PETERSON, D. R. **Performance de empresas e medidas de valor adicionado**. Virgínia: Fundação de Pesquisa do Instituto de Analistas Financeiros Certificados, 1996.

PROWSE, Stephn. Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate mechanisms among large firms in the United States, the UK, Japan and Germany. **BIS Economic Paper**, [s.l.], n.41, May 1994.

RIBEIRO NETO, Ramon; FAMÁ, Rubens. Uma alternativa de crescimento para o

mercado de capitais brasileiro – o novo mercado. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v.8, n.1, p.32-47, abr./maio/jun. 2004.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

Ross, Stephen A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. **Bell Journal of Economics**, 1977

ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto; RIBEIRO, Kárem Cristina de Souza. Governança Corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v.15, n.1, p.61-77, jan./fev./mar. 2008.

SANTOS, Josete Florêncio dos; SILVA, Edilson dos Santos; ALMEIDA, Moisés Araújo. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. **RBGN Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, FECAP, São Paulo, v.13, n.41, p.440-453, out./dez. 2011.

SARBANES-Oxley: lança uma nova ordem mundial. **Mundo Corporativo**, São Paulo, p. 24-27, jan. 2003.

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

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out./nov./dez. 2004.

SILVA, Sabrina Soares da; BERNARDO, Denise Carneiro dos Reis; SILVA, Antônio Thiago Benedete da; FERREIRA, Patrícia Aparecida. Governança Corporativa no Brasil: algumas discussões envolvendo os acionistas minoritários e os conselhos de administração. In: CONGRESSO USP, 6. São Paulo, FIPECAFI, jul. 2006. **Anais...** cod. 418

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

_____. **Governança corporativa e a estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 p. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

_____; BARROS, Lucas A.; FAMÁ, Rubens. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4. Rio de Janeiro, 2004. **Anais...** Rio de Janeiro, 2004.

_____; LANZANA, Ana Paula, BARROS, Lucas, FAMÁ, Rubens. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração de Empresas**, Universidade de São Paulo, v.39, n.4, p.362-372, out./nov./dez. 2004.

STEINBERG, Herbert. **A dimensão humana da governança corporativa**: pessoas criam as melhores e piores práticas. São Paulo: Gente, 2003.

STULZ, René M.; KANG, Juun-Koo. How different is Japanese corporate finance? **Review of Financial Studies**, Oxford, v.9, n.1, p.109-139, 1996.

TOBIN, James. Liquidity preferences as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, n. 65-86, February, 1958.

VERGARA, S. C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. São Paulo: Atlas, 2004.

VIEIRA, Edson Roberto; CORRÊA, Vanessa Petrelli. Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Brasil: reflexões sobre os movimentos recentes. In: FÓRUM BANCO DO NORDESTE DE DESENVOLVIMENTO, ENCONTRO REGIONAL DE ECONOMIA, 7. **Anais...** Fortaleza, jul. 2002.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria**: uma abordagem moderna. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

YERMARK, David. Higher market valuation of companies with a small board of Directors, **Journal of Financial Economic**, v.40, n.3, p.185-213, 1996.

ZANINI, Francisco Antônio Mesquita. **Las variables fundamentalistas y el retorno bursátil: el panorama de los mercados norteamericano y brasileño en tiempos de la nueva economía**, 2008. 208 p. Tese, Doctorado en Contabilidad y Organización de Empresas. Universidad Autónoma de Madrid, UAM, Espanha

APÊNDICE 1 – Teste Hausman, Q de Tobin

Correlated Random Effects - Hausman Test

Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	125,539225	7	0
Cross-section random effects test comparisons:			

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LOG(ATIVO)	-1,049405	-0,450714	0,009214	0
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	0,007364	0,005426	0,000005	0,3622
FREE_FLOAT	-0,001642	0,001857	0,000007	0,197
ROE	0,001678	0,000937	0	0
SC	-0,479465	-0,419331	0,014635	0,6191
TOT	0,003754	0,009079	0,000888	0,8581

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Q_DE_TOBIN
Method: Panel Least Squares
Date: 03/08/12 Time: 10:58
Sample: 2000 2010
Periods included: 11
Cross-sections included: 141
Total panel (unbalanced) observations: 1138
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	17,54253	1,702177	10,30594	0
LOG(ATIVO)	-1,049405	0,113012	-9,285821	0
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	0,007364	0,003497	2,105739	0,0355
FREE_FLOAT	-0,001642	0,004599	-0,356998	0,7212
GC	NA	NA	NA	NA
LOG_INDEP_	-0,236006	0,232178	-1,016487	0,3096
ROE	0,001678	0,000341	4,926508	0
SC	-0,479465	0,210546	-2,277245	0,023
TOT	0,003754	0,044997	0,08343	0,9335

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0,439533	Mean dependent var	1,43187
Adjusted R-squared	0,356312	S.D. dependent var	2,295508
S.E. of regression	1,84169	Akaike info criterion	4,180027
Sum squared resid	3357,903	Schwarz criterion	4,835106
Log likelihood	-2230,435	Hannan-Quinn criter.	4,427436
F-statistic	5,281519	Durbin-Watson stat	1,20259
Prob(F-statistic)	0		

Obs.: Realizado o teste de Hausman considerando 7 graus de liberdade onde a probabilidade é de 0,000, ou seja, indicando o uso de efeitos fixo a um nível de significância de 1%.

APÊNDICE 2 – Equação 1, Q de Tobin com efeitos fixo

Dependent Variable: Q_DE_TOBIN
Method: Panel Least Squares
Date: 03/08/12 Time: 10:54
Sample: 2000 2010
Periods included: 11
Cross-sections included: 138
Total panel (unbalanced) observations: 865

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4,387232	0,48488	9,04808	0
LOG(ATIVO)	-0,17159	0,028632	-5,99308	0
BETA	-0,01517	0,090858	-0,16695	0,8674
ENDIVIDAMENTO__LIQUIDO	0,011241	0,00174	6,45883	0
FREE_FLOAT	0,006951	0,002208	3,1487	0,0017
GC	-0,38774	0,094637	-4,09711	0
RENTABILIDADE	9,45E-05	0,000384	0,24583	0,8059
ROE	0,000633	0,00054	1,17253	0,2413
SC	-0,6467	0,113117	-5,71711	0
TOT	-0,02397	0,017692	-1,35466	0,1759

R-squared	0,167464	Mean dependent var	1,22802
Adjusted R-squared	0,157715	S.D. dependent var	1,3985
S.E. of regression	1,28349	Akaike info criterion	3,34968
Sum squared resid	1406,834	Schwarz criterion	3,41025
Log likelihood	-1437,74	Hannan-Quinn criter.	3,37286
F-statistic	17,17812	Durbin-Watson stat	0,6221
Prob(F-statistic)	0		

Obs:

Excluir as probabilidades superiores a 25%

Excluindo: Beta e Rentabilidade

Acrescentar Auto Regressivos para ajustar o Durbin- Watson

APÊNDICE 3 – Equação 1, Q de Tobin com efeitos fixo

Dependent Variable: Q_DE_TOBIN				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 11:04				
Sample (adjusted): 2002 2010				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 140				
Total panel (unbalanced) observations: 859				
Convergence achieved after 9 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13,14827	1,246197	10,5507	0
LOG(ATIVO)	-0,76436	0,082287	-9,28895	0
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	0,008748	0,002128	4,11043	0
SC	-0,37915	0,121295	-3,12587	0,0018
TOT	-0,02002	0,028167	-0,71067	0,4775
ROE	-0,0002	0,000186	-1,05204	0,2931
FREE_FLOAT	-0,00509	0,002902	-1,75479	0,0797
AR(1)	0,312615	0,03582	8,72732	0
AR(2)	-0,10165	0,020238	-5,02248	0
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
		Mean dependent		
R-squared	0,683441	var		1,27876
Adjusted R-squared	0,617992	S.D. dependent var		1,31851
		Akaike info		
S.E. of regression	0,814928	criterion		2,58406
Sum squared resid	472,18	Schwarz criterion		3,40344
		Hannan-Quinn		
Log likelihood	-961,852	criter.		2,89777
F-statistic	10,44237	Durbin-Watson stat		2,02942
Prob(F-statistic)	0			

Obs:

Excluir as probabilidade superiores a 25%

Excluindo: TOT e ROE

Utilizando 2 (dois) Auto Regressivos para ajustar o Durbin- Watson

APÊNDICE 4 – Equação 1, Q de Tobin com efeitos fixo

Dependent Variable: Q_DE_TOBIN				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 11:06				
Sample (adjusted): 2002 2010				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 140				
Total panel (unbalanced) observations: 859				
Convergence achieved after 9 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13,27158	1,255172	10,5735	0
LOG(ATIVO)	-0,78309	0,081683	-9,58683	0
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	0,008643	0,002133	4,05198	0,0001
SC	-0,363	0,120016	-3,02455	0,0026
FREE_FLOAT	-0,00512	0,002905	-1,762	0,0785
AR(1)	0,310698	0,035717	8,69889	0
AR(2)	-0,08862	0,015973	-5,54816	0
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,68271	Mean dependent var		1,27876
Adjusted R-squared	0,618184	S.D. dependent var		1,31851
S.E. of regression	0,814723	Akaike info criterion		2,58171
Sum squared resid	473,2708	Schwarz criterion		3,39002
Log likelihood	-962,843	Hannan-Quinn criter.		2,89118
F-statistic	10,58038	Durbin-Watson stat		2,01629
Prob(F-statistic)	0			

Obs.: Observa-se que a equação atende ao objetivo, mas se realiza outra equação para ajustar a variável *Free Float*.

APÊNDICE 5 – Equação 1, Q de Tobin com efeitos fixo

Dependent Variable: Q_DE_TOBIN					
Method: Panel Least Squares					
Date: 03/08/12 Time: 11:07					
Sample (adjusted): 2002 2010					
Periods included: 9					
Cross-sections included: 140					
Total panel (unbalanced) observations: 859					
Convergence achieved after 9 iterations					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	13,26082	1,248587	10,6207	0	SIGNIFICÂCIA
LOG(ATIVO)	-0,78725	0,081703	-9,63557	0	1%
ENDIVIDAMENTO__LIQUIDO	0,008583	0,00213	4,03035	0,0001	1%
SC	-0,36385	0,119756	-3,03825	0,0025	1%
FREE_FLOAT^2	-6,54E-05	3,18E-05	-2,05636	0,0401	5%
AR(1)	0,309431	0,035698	8,66806	0	
AR(2)	-0,088789	0,015959	-5,56346	0	
Effects Specification					
Cross-section fixed (dummy variables)					
R-squared	0,68321	Mean dependent var		1,27876	
Adjusted R-squared	0,618786	S.D. dependent var		1,31851	
S.E. of regression	0,81408	Akaike info criterion		2,58013	
Sum squared resid	472,5243	Schwarz criterion		3,38844	
Log likelihood	-962,1647	Hannan-Quinn criter.		2,8896	
F-statistic	10,60486	Durbin-Watson stat		2,01784	
Prob(F-statistic)	0				

Equação:

$$Q_DE_TOBIN = 13.2608 - 0.7872504198*LOG(ATIVO) + 0.0085*ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO - 0.3638*SC - 6.536869439e-005*FREE_FLOAT^2 + [CX=F] + [AR(1)=0.3094314473,AR(2)=-0.08878881408]$$

**APÊNDICE 6 – Teste de Heterocedasticidade,
Q de Tobin e demais variáveis da equação principal**

Dependent Variable: ERRO_Q_TOBIN^2			
Method: Panel Least Squares			
Date: 03/08/12 Time: 11:18			
Sample (adjusted): 2002 2010			
Periods included: 9			
Cross-sections included: 140			
Total panel (unbalanced) observations: 859			
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
C	74,1859	13,39908	5,536641
LOG(ATIVO)	-8,176883	1,695804	-4,821832
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	0,121844	0,083868	1,452811
SC	-6,14779	5,226723	-1,176223
FREE_FLOAT	-0,395296	0,118035	-3,348966
LOG(ATIVO)^2	0,231521	0,055638	4,161239
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO^2	-0,000248	0,000139	-1,782198
SC^2	0,338295	1,149109	0,294397
FREE_FLOAT^2	0,001301	0,000529	2,460235
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO*LOG(ATIVO)	-0,007571	0,005333	-1,419681
(SC)*LOG(ATIVO)	0,323817	0,318321	1,017266
FREE_FLOAT*LOG(ATIVO)	0,018235	0,00695	2,623704
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO*(SC)	-0,011898	0,023013	-0,517032
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO*FREE_FLOAT	0,000123	0,000534	0,231026
(SC)*FREE_FLOAT	0,005115	0,025195	0,203032
R-squared	0,063996	Mean dependent var	
Adjusted R-squared	0,04847	S.D. dependent var	
S.E. of regression	6,517218	Akaike info criterion	
Sum squared resid	35848,17	Schwarz criterion	
Log likelihood	-2821,452	Hannan-Quinn criter.	
F-statistic	4,121822	Durbin-Watson stat	
Prob(F-statistic)	0,000001		

Obs.: A existência de heterocedasticidade foi avaliada pelo teste de White. A regressão entre Q de Tobin e as variáveis de Governança Corporativa (probabilidade 0,000001) é inferior a 10%; logo, não aceita-se H^0 , ou seja, a hipótese de homocedasticidade; ou seja, heterocedasticidade significativa.

APÊNDICE 7 – Teste de Hausman, LARJIRDA

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random		31,115544	9	0,0003
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LOG(ATIVO)	0,746589	1,257763	0,952698	0,6005
BETA	-0,35496	-1,632793	0,331806	0,0265
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0,03991	-0,054075	0,000399	0,4784
FREE_FLOAT	-0,01983	-0,039045	0,000722	0,4748
INDEP	-0,04628	-0,023843	0,000504	0,3175
RENTABILIDADE	0,00523	0,005729	0,000001	0,6184
ROE	-0,01868	-0,012075	0,000004	0,0009
SC	0,823459	-0,246096	0,95722	0,2743
VOLATILIDADE_DOS_LUCRO	0,000414	0,000146	0	0,0054
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: LAJIRDA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 11:44				
Sample: 2000 2010				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 139				
Total panel (unbalanced) observations: 869				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2,690975	16,50593	0,163031	0,8705
LOG(ATIVO)	0,746589	1,062058	0,702964	0,4823
BETA	-0,35496	1,171652	-0,30296	0,762
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0,03991	0,029975	-1,33132	0,1835
FREE_FLOAT	-0,01983	0,039477	-0,5024	0,6155
INDEP	-0,04628	0,035249	-1,31299	0,1896
RENTABILIDADE	0,00523	0,004156	1,258483	0,2086
ROE	-0,01868	0,006072	-3,07659	0,0022
SC	0,823459	1,795851	0,458534	0,6467
VOLATILIDADE_DOS_LUCRO	0,000414	0,000158	2,628573	0,0088
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,363998	Mean dependent var		8,851948
Adjusted R-squared	0,234327	S.D. dependent var		14,99497
S.E. of regression	13,12101	Akaike info criterion		8,140224
Sum squared resid	124128	Schwarz criterion		8,952153
Log likelihood	-3388,93	Hannan-Quinn criter.		8,450907
F-statistic	2,807099	Durbin-Watson stat		1,914286
Prob(F-statistic)	0,00000			

O teste Hausman com 9 graus de liberdade e chi-SQ. Statistic. 35,11 onde a probabilidade é de 0,0003, ou seja, indicando o uso de efeitos fixo a um nível de significância de 1%.

APÊNDICE 8 – Equação 1, LARJIRDA com efeitos fixo

Dependent Variable: LAJIRDA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 11:40				
Sample: 2000 2010				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 139				
Total panel (unbalanced) observations: 869				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4,33E+00	4,87E+00	-0,88905	0,3742
LOG(ATIVO)	1,25616	0,322794	3,891526	0,0001
BETA	-2,814358	1,037874	-2,71166	0,0068
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0,061756	0,01929	-3,20141	0,0014
FREE_FLOAT	-0,04964	0,025213	-1,96881	0,0493
GC	0,429509	1,080442	0,397531	0,6911
INDEP	-0,02153	0,024898	-0,86473	0,3874
RENTABILIDADE	0,008103	0,004399	1,841864	0,0658
ROE	-0,005624	0,006188	-0,90878	0,3637
SC	-1,263419	1,426454	-0,88571	0,376
TOT	0,128707	0,205022	0,62777	0,5303
VOLATILIDADE_DOS_LUCRO	0,000148	0,000132	1,120847	0,2627
Mean dependent				
R-squared	0,052384	var		8,851948
Adjusted R-squared	0,040221	S.D. dependent var		14,99497
S.E. of regression	14,69031	Akaike info criterion		8,225967
Sum squared resid	184945,2	Schwarz criterion		8,291799
Hannan-Quinn				
Log likelihood	-3562,183	criter.		8,251157
F-statistic	4,306835	Durbin-Watson stat		1,300192
Prob(F-statistic)	0,000003			

Obs:

Excluir as probabilidade superiores a 25% (no máximo de duas variáveis)

Excluindo: CG e TOT, manteve –se INDEP e SC ainda com relação praticamente idêntica e todas variáveis com significância inferior a estas duas variáveis para fazer a seleção na próxima equação)

APÊNDICE 9 – Equação 1, LARJIRDA com efeitos fixo

Dependent Variable: LAJIRDA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 11:42				
Sample: 2000 2010				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 139				
Total panel (unbalanced) observations: 869				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2,690975	16,50593	0,163031	0,8705
LOG(ATIVO)	0,746589	1,062058	0,702964	0,4823
BETA	-0,354963	1,171652	-0,30296	0,762
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0,039906	0,029975	-1,33132	0,1835
FREE_FLOAT	-0,019833	0,039477	-0,5024	0,6155
INDEP	-0,046281	0,035249	-1,31299	0,1896
RENTABILIDADE	0,00523	0,004156	1,258483	0,2086
ROE	-0,018681	0,006072	-3,07659	0,0022
SC	0,823459	1,795851	0,458534	0,6467
VOLATILIDADE_DOS_LUCRO	0,000414	0,000158	2,628573	0,0088
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,363998	Mean dependent var	8,851948	
Adjusted R-squared	0,234327	S.D. dependent var	14,99497	
S.E. of regression	13,12101	Akaike info criterion	8,140224	
Sum squared resid	124128	Schwarz criterion	8,952153	
Log likelihood	-3388,927	Hannan-Quinn criter.	8,450907	
F-statistic	2,807099	Durbin-Watson stat	1,914286	
Prob(F-statistic)	0			

Obs.:

Excluir as probabilidade superiores a 25%

Excluindo: log(ativo), *free float* e SC

APÊNDICE 10 – Equação 1, LAJIRDA com efeitos fixo

Dependent Variable: LAJIRDA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 11:46				
Sample: 2000 2010				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 139				
Total panel (unbalanced) observations: 869				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13,69286	2,560059	5,348651	0
BETA	-0,285012	1,156221	-0,2465	0,8054
ENDIVIDAMENTO__LIQUIDO	-0,03949	0,029736	-1,32802	0,1846
INDEP	-0,051156	0,030561	-1,67387	0,0946
RENTABILIDADE	0,004855	0,004129	1,176037	0,24
ROE	-0,019059	0,006018	-3,16702	0,0016
VOLATILIDADE__DOS__LUCRO	0,000412	0,000157	2,619362	0,009
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,363119	var	Mean dependent	8,851948
Adjusted R-squared	0,236447	S.D. dependent var		14,99497
S.E. of regression	13,10283	Akaike info criterion		8,134699
Sum squared resid	124299,4	Schwarz criterion		8,930171
Log likelihood	-3389,527	Hannan-Quinn	criter.	8,439085
F-statistic	2,866599	Durbin-Watson stat		1,916819
Prob(F-statistic)	0			

Excluir as probabilidades superiores a 25%.

Excluindo: Beta

APÊNDICE 11 – Equação 1, LAJIRDA com efeitos fixo

Dependent Variable: LAJIRDA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 11:47				
Sample: 2000 2010				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 141				
Total panel (unbalanced) observations: 1083				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	15,28847	2,829557	5,403133	0
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0,05164	0,025171	-2,051544	0,0405
LOG_INDEP_	-3,44588	1,498452	-2,299626	0,0217
RENTABILIDADE	0,004325	0,003392	1,27505	0,2026
ROE	0,002118	0,002371	0,893546	0,3718
VOLATILIDADE_DOS_LUCRO	0,000218	0,000123	1,766142	0,0777
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,357967	Mean dependent var	8,411681	
Adjusted R-squared	0,258613	S.D. dependent var	14,46292	
S.E. of regression	12,45313	Akaike info criterion	8,006636	
Sum squared resid	145310,4	Schwarz criterion	8,679003	
Log likelihood	-4189,593	Hannan-Quinn criter.	8,261191	
F-statistic	3,60294	Durbin-Watson stat	1,873753	
Prob(F-statistic)	0			

Obs.: Ajustando as variáveis com seu comportamento não linear chegou-se à regrão definitiva.

APÊNDICE 12 – Equação, LARJIRDA com efeitos fixos

Dependent Variable: LAJIRDA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 14/03/12 Time: 14:45				
Sample: 2000 2010				
Cross-sections included: 140				
Total panel (unbalanced) observations: 1059				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.090.602	1.916.614	5.690.251	0.0000
INDEP	-0.043252	0.021064	-2.053.304	0.0403
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0.091301	0.021530	-4.240.710	0.0000
LOG(ROE)	1.340.175	0.382791	3.501.058	0.0005
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.449710	Mean dependent var	9.964.658	
Adjusted R-squared	0.364403	S.D. dependent var	1.400.542	
S.E. of regression	1.116.572	Akaike info criterion	7.788.577	
Sum squared resid	114200.8	Schwarz criterion	8.459.027	
Log likelihood	3.981.051	Durbin-Watson stat	2.010.860	
F-statistic	5.271.671			
Prob(F-statistic)	0.000000			

Equação:

$$\text{LAJIRDA} = 10.90 - 0.0432 \cdot \text{INDEP} - 0.0913 \cdot \text{END.LIQUIDO} + 1.3401 \cdot \text{LOG(ROE)} + [\text{CX}=\text{F}]$$

**APÊNDICE 13 – Teste de Heterocedasticidade,
LARJIRDA e demais variáveis da equação principal**

Dependent Variable: ERRO_LAJIRDA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 14/03/12 Time: 14:59				
Sample: 2000 2010				
Cross-sections included: 140				
Total panel (unbalanced) observations: 1059				
Variable	Coefficien t	Std. Error	t-Statistic	Prob.
		- 2.465.94		
C	3.112.220	8	-1.262.078	0.2072
INDEP	0.009674	0.041252	0.234502	0.8146
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	0.160000	0.031453	5.087.023	0.0000
LOG(ROE)	2.268.781	0.893082	2.540.394	0.0112
INDEP^2	-0.000167	0.000244	-0.685013	0.4935
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO^2	-0.000200	0.000113	-1.765.583	0.0778
LOG(ROE)^2	-0.452072	0.101690	-4.445.571	0.0000
INDEP*ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0.000472	0.000286	-1.652.879	0.0987
INDEP*LOG(ROE)	0.006796	0.010034	0.677294	0.4984
LOG(ROE)*ENDIVIDAMENTO_LIQUID O	-0.045200	0.009795	-4.614.412	0.0000
R-squared	0.047862	Mean dependent var		6.37E-17
Adjusted R-squared	0.039693	S.D. dependent var		1.038.94
S.E. of regression	1.018.115	Akaike info criterion		3
Sum squared resid	108735.0	Schwarz criterion		7.488.35
Log likelihood	3.955.082	F-statistic		1
Durbin-Watson stat	1.983.415	Prob(F-statistic)		7.535.23
				6
				5.859.00
				4
				0.000000

Obs.: A existência de heterocedasticidade foi avaliada pelo teste de White. A regressão entre Q de Tobin e as variáveis de Governança Corporativa (probabilidade 0,000001) é inferior a 10%; logo, não se aceita H^0 , ou seja, a hipótese de homocedasticidade; ou seja, heterocedasticidade significativa.

APÊNDICE 14 – Teste de Hausman, RLOAT

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary		Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random		21,321071	9	0,0113
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LOG(ATIVO)	0	0	0	0,4831
BETA	0,365038	-0,113255	0,03771	0,0138
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	0,04683	0,032823	4,4E-05	0,0354
FREE_FLOAT	0,006306	0,007063	0,00008	0,9325
INDEP	-0,052622	-0,05108	5,1E-05	0,8288
RENTABILIDADE	0,00452	0,004709	0	0,5528
ROE	0,005228	0,005481	1E-06	0,7245
TOT	-0,070508	-0,234833	0,01031	0,1055
VOLATILIDADE_DOS_LUCRO	0,000059	0,000134	0	0,0859
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: RLOAT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 12:01				
Sample: 2000 2010				
Periods included: 11				
Cross-sections included: 139				
Total panel (unbalanced) observations: 869				
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	27,36068	2,668223	10,2543	0
ATIVO	-1,55E-08	1,11E-08	-1,40294	0,1611
BETA	0,365038	0,787091	0,46378	0,6429
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	0,04683	0,020281	2,30903	0,0212
FREE_FLOAT	0,006306	0,026287	0,2399	0,8105
GC	NA	NA	NA	NA
INDEP	-0,052622	0,020923	-2,515	0,0121
RENTABILIDADE	0,00452	0,002804	1,61213	0,1074
ROE	0,005228	0,004101	1,27485	0,2028
TOT	-0,070508	0,249168	-0,28298	0,7773
VOLATILIDADE_DOS_LUCRO	5,95E-05	0,000107	0,55667	0,5779
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0,783263	Mean dependent var	24,13042	
Adjusted R-squared	0,739074	S.D. dependent var	17,40221	
S.E. of regression	8,889216	Akaike info criterion	7,361472	
Sum squared resid	56972,1	Schwarz criterion	8,173402	
Log likelihood	-3050,56	Hannan-Quinn criter.	7,672156	
F-statistic	17,72522	Durbin-Watson stat	1,156919	
Prob(F-statistic)	0			

O teste Hausman com 9 graus de liberdade e chi-SQ. Statistic. 21,32 onde a probabilidade é de 0,0113, ou seja, indicando o uso de efeitos fixo a um nível de significância de 1%.

APÊNDICE 15 – Equação 1, RLOAT com efeitos fixos

Dependent Variable: RLOAT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 12:05				
Sample (adjusted): 2002 2010				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 92				
Total panel (unbalanced) observations: 620				
Convergence achieved after 13 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	171,037	21,149	8,0871	0,0000
LOG(ATIVO)	-8,628	1,169	-7,3803	0,0000
BETA	1,593	0,964	1,6527	0,0989
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0,017	0,027	-0,6253	0,5320
FREE_FLOAT	0,003	0,033	0,0819	0,9347
LOG_INDEP_	-3,875	1,319	-2,9378	0,0034
RENTABILIDADE	0,001	0,003	0,3785	0,7052
ROE	-0,001	0,004	-0,3039	0,7613
TOT	0,368	0,308	1,1942	0,2329
VOLATILIDADE_DOS_LUCRO	0,000	0,000	0,3086	0,7577
AR(1)	0,780	0,044	17,6871	0,0000
AR(2)	0,137	0,044	3,1263	0,0019
Mean dependent var				
R-squared	0,779429	var		24,64869
S.D. dependent var				
Adjusted R-squared	0,775438	S.D. dependent var		17,31285
Akaike info criterion				
S.E. of regression	8,204203	critério		7,066335
Schwarz criterion				
Sum squared resid	40923,84	critério		7,152072
Hannan-Quinn				
Log likelihood	-2178,564	critério		7,099662
Durbin-Watson stat				
F-statistic	195,3164			1,9753
Prob(F-statistic)				
	0			

Obs.:

Excluir as probabilidades superiores a 25% (no máximo de duas variáveis).

Excluindo: Endividamento Líquido, *free float*, rentabilidade, ROE e volatilidade dos lucros.

APÊNDICE 16 – Equação 1, RLOAT com efeitos fixos

Dependent Variable: RLOAT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/08/12 Time: 12:07				
Sample (adjusted): 2002 2010				
Periods included: 9				
Cross-sections included: 92				
Total panel (unbalanced) observations: 620				
Convergence achieved after 12 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	172,2092	21,04249	8,18388	0
LOG(ATIVO)	-8,694189	1,162912	-7,47622	0
BETA	1,599693	0,957112	1,671375	0,0952
ENDIVIDAMENTO_LIQUIDO	-0,016768	0,026373	-0,635795	0,5251
LOG_INDEP_	-3,798656	1,306403	-2,907722	0,0038
TOT	0,363168	0,305843	1,187433	0,2355
AR(1)	0,783717	0,043992	17,81513	0
AR(2)	0,13373	0,043669	3,062333	0,0023
R-squared	0,77933	Mean dependent var		24,64869
Adjusted R-squared	0,776806	S.D. dependent var		17,31285
S.E. of regression	8,179186	Akaike info criterion		7,053882
Sum squared resid	40942,24	Schwarz criterion		7,111039
Log likelihood	-2178,703	Hannan-Quinn criter.		7,076099
F-statistic	308,767	Durbin-Watson stat		1,976543
Prob(F-statistic)	0			

Obs.:

Excluir as probabilidades superiores a 25%.

Excluindo: Endividamento Líquido

APÊNDICE 17 – Equação 1, RLOAT com efeitos fixos

Dependent Variable: RLOAT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 17/03/12 Time: 09:06				
Sample (adjusted): 2002 2010				
Cross-sections included: 92				
Total panel (unbalanced) observations: 620				
Convergence achieved after 12 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.884.945	1.819.105	1.036.193	0.0000
LOG(ATIVO)	1.013.445	1.177.303	-8.608.198	0.0000
LOG_INDEP_	5.176.150	1.359.380	-3.807.729	0.0002
BETA	2.184.905	1.070.331	2.041.335	0.0417
AR(1)	0.470886	0.045323	1.038.954	0.0000
AR(2)	0.009751	0.044371	0.219766	0.8261
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.847659	Mean dependent var	2.464.869	
Adjusted R-squared	0.819696	S.D. dependent var	1.731.285	
S.E. of regression	7.351.424	Akaike info criterion	6.970.430	
Sum squared resid	28264.72	Schwarz criterion	7.663.467	
Log likelihood	2.063.833	F-statistic	3.031.341	
Durbin-Watson stat	2.084.300	Prob(F-statistic)	0.000000	
Inverted AR Roots	.49	-.02		

RLOAT = 188.494499 - 10.13445426*LOG(ATIVO) - 5.17615022*LOG_INDEP_ + 2.184905016*BETA + [CX=F] + [AR(1)=0.470885723,AR(2)=0.009751331955]

**APÊNDICE 18 – Teste de Heterocedasticidade,
RLOAT e demais variáveis da equação principal**

Dependent Variable: ERRO_RLOAT_1^2				
Method: Panel Least Squares				
Date: 17/03/12 Time: 09:11				
Sample (adjusted): 2002 2010				
Cross-sections included: 92				
Total panel (unbalanced) observations: 620				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.669.255	5.327.542	1.064.141	0.0000
LOG(ATIVO)	7.263.873	6.730.405	-1.079.262	0.0000
LOG_INDEP_	2.037.686	2.152.962	0.946457	0.3443
BETA	2.018.452	1.963.299	1.028.092	0.3043
LOG(ATIVO)^2	2.335.177	2.403.519	9.715.658	0.0000
LOG_INDEP_^2	5.555.358	2.577.217	2.155.564	0.0315
BETA^2	2.554.476	4.117.714	-0.620363	0.5353
LOG(ATIVO)*LOG_INDEP_	1.779.270	1.725.030	-1.031.443	0.3027
BETA*LOG(ATIVO)	0.823845	1.449.886	0.056821	0.9547
BETA*LOG_INDEP_	1.048.781	6,79E+06	-1.545.189	0.1228
R-squared	0.270868	Mean dependent var	1.574.381	
Adjusted R-squared	0.260110	S.D. dependent var	2.751.287	
S.E. of regression	2.366.570	Akaike info criterion	1.378.710	
Sum squared resid	34163988	Schwarz criterion	1.385.855	
Log likelihood	4.264.000	F-statistic	2.517.901	
Durbin-Watson stat	1.005.095	Prob(F-statistic)	0.000000	

Obs.: A existência de heterocedasticidade foi avaliada pelo teste de White. A regressão entre Q de Tobin e as variáveis de Governança Corporativa (probabilidade 0,00000) é inferior a 10%; logo, não aceita-se H^0 , ou seja, a hipótese de homocedasticidade; ou seja, heterocedasticidade significativa.