



Ibmec São Paulo  
Faculdade de Economia e Administração

Renata Andrade Bichuette

**A RELAÇÃO ENTRE A PARTICIPAÇÃO DE FUNDOS DE  
PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL E GOVERNANÇA  
CORPORATIVA NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE  
CAPITAL ABERTO**

**São Paulo  
2009**

Renata Andrade Bichuette

**A relação entre participação de fundos de *private equity* e *venture capital* e governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel do Ibmec São Paulo.

Orientadora: Profa. Andrea Minardi – Ibmec SP

**São Paulo  
2009**

Bichuette, Renata Andrade

A relação entre participação de fundos de private equity e venture capital e governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto/Renata Andrade Bichuette - São Paulo, 2009.

28 f.

Projeto de monografia – Faculdade de Economia e Administração. Ibmecc São Paulo.

Orientadora: Profa. Andrea Minardi

1. Investimento 2. Economia

Renata Andrade Bichuette

**A relação entre participação de fundos de private equity e venture capital e governança corporativa nas empresas brasileiras de capital aberto**

Monografia apresentada à Faculdade de Economia e Administração do Ibmec, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Ibmec São Paulo.

Aprovado em \_\_\_\_/\_\_\_\_/2009.

**EXAMINADORES**

---

Profa. Andrea Minardi  
Orientadora

---

Prof. Leonardo Pagano  
Examinador

---

Prof. Ricardo José de Almeida  
Examinador

## Resumo

BICHUETTE, Renata Andrade. A relação entre *venture capital* e governança corporativa. São Paulo, 2009. 11p. Projeto de monografia – Faculdade de Economia e Administração do Ibmec.

Este estudo tem por objetivo investigar a relação entre e governança corporativa, sob a ótica da composição do conselho de administração. Especificamente, o propósito é verificar se as empresas financiadas que tiveram aporte de fundos de *private equity* e *venture capital* apresentavam no momento do IPO melhores padrões de governança corporativa do que as restantes. A amostra utilizada é composta por 110 empresas que fizeram abertura de capital na BOVESPA no período de janeiro de 2004 à dezembro de 2008. Foi analisada a composição do conselho de administração no que diz respeito à quantidade relativa de membros internos, externos e instrumentais. Os resultados encontrados mostram que conselhos de administração de empresas financiadas por PE/VC tem maior proporção de membros externos e menor proporção de membros internos em relação as empresas que não tiveram esse tipo de investimento, e portanto, possuem conselhos de administração considerados mais independentes e com melhores práticas de governança. Ainda, foi testada a independência dos cargos CEO/Presidente do Conselho para empresas com e sem investimento de *private equity* e *venture capital*. Todavia, a presença de fundos PE/VC não foi significativa para explicar a dualidade CEO/Presidente do Conselho.

Palavras-chave: Governança corporativa. *Venture capital*. *Private Equity*.

## **Abstract**

BICHUETTE, Renata Andrade. A relação entre *venture capital* e governança corporativa. São Paulo, 2009. 11p. Projeto de monografia – Faculdade de Economia e Administração do Ibmec.

This paper investigates the relationship between venture capital and corporate governance from the perspective of the composition of the board. Specifically, the purpose is to ensure that PE/VC backed companies had best corporate governance standards than others at the time of the IPO (Initial Public Offering). The sample consists of 110 companies that went public on BOVESPA (Bolsa De Valores de São Paulo) from January 2004 to December 2008. The composition of the board is analyzed according to the relative amount of internal member, external and instrumental members. The results show that boards of PE/VC-backed companies have higher proportions of external members and lower proportions of insiders than non PE/VC-backed companies, and therefore are more independent and aligned with best corporate governance practices. Additionally, the independence of CEO / Chairman of the Board positions is tested for companies with and without private equity and venture capital investments. However, the presence of PE / VC funds was not significant to explain the CEO / Chairman of the Council.

Keywords: Corporate Governance, Private Equity

# Sumário

<b>I Introdução .....</b>	<b>7</b>
<b>II Revisão Bibliográfica .....</b>	<b>9</b>
<b>III Metodologia .....</b>	<b>13</b>
<b>IV Análise Descritiva dos Dados .....</b>	<b>17</b>
<b>V Resultados.....</b>	<b>23</b>
<b>VI Conclusão.....</b>	<b>27</b>
<b>Referências .....</b>	<b>28</b>

## I Introdução

Nos últimos anos, a indústria de investimentos em Private Equity no Brasil vem se desenvolvendo e aos poucos vem ganhando importância como fonte de financiamento para empresas e como uma alternativa de renda variável para investidores. O rápido desenvolvimento desse mercado no país nos últimos anos foi a principal motivação para o início deste estudo. Dentro desse contexto, priorizou-se o estudo de como se dá a criação de valor nas empresas a partir do investimento de Private Equity, que se tornou o tema principal do estudo: investigar se a participação de fundos de PE nas empresas leva à adoção de melhores práticas de governança corporativa. A expectativa era que investimentos de PE trouxessem um grau mais alto de governança corporativa às empresas.

O investimento de Private Equity envolve a aquisição de participação acionária em uma empresa visando a ganhos de capital futuros. Para atingir esse objetivo, os fundos de investimento envolvidos nessa atividade devem criar valor na empresa investida, através da implementação de mecanismos eficientes de gestão, monitoramento e da adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Segundo a ABVCAP (Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity):

Instrumento fundamental no desenvolvimento de mercados de capitais e economias emergentes, o Venture Capital e Private Equity tem se destacado de forma expressiva no Brasil. Trata-se de um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo. Através do VC/PE, pequenas e médias empresas que pretendem transformar-se em grandes companhias, passam a dispor de oportunidades adequadas para financiar o seu crescimento, com apoio para a criação de estruturas adequadas de governança corporativa, foco no crescimento e lucratividade, bem como na sustentabilidade futura do negócio.

Evidências da relação positiva entre investimento de PE/VC nas empresas e a adoção de melhores práticas de governança citada acima, foram encontradas por Gompers e Bakers (2003), Hotchberg (2004) e para empresas brasileiras, por Gioielli (2008).

O objetivo deste estudo foi investigar a relação entre a participação de Private Equity e Venture Capital nas empresas e práticas de governança corporativa no Brasil. Para isso, foi utilizada como medida de qualidade de governança corporativa a composição do conselho de administração e a separação entre os cargos de presidente do conselho e diretor-presidente (CEO) de empresas que abriram capital no Brasil entre 2004 e 2008. De acordo com Fama e Jensen (1983), o Conselho de Administração é o melhor mecanismo de controle interno da gestão.

A estrutura do trabalho está dividida em cinco seções. Na seção II, faz-se um breve resumo dos principais aspectos abordados em estudos acadêmicos sobre a relação de GC e PE, conforme referência bibliográfica pesquisada. Na seção III, explicita-se a metodologia aplicada no estudo e os resultados esperados. Na seção IV, é feita a análise descritiva dos dados utilizados. Finalmente, os resultados são apresentados na seção V, e a conclusão do estudo na seção VI.

## II Revisão Bibliográfica

A literatura indica que empresas que fizeram IPO que contavam com investimentos *Venture Capital* - VC - e *Private Equity* – PE - tendem a ter desempenho melhor no período inicial pós-IPO do que empresas que não contam com esse tipo de aporte de capital.

No Brasil, esse tema foi abordado em Tavares e Minardi (2008), num estudo comparativo do desempenho das empresas que abriram capital de 2004 a 2007, com e sem investimentos de PE. Os autores analisam o retorno anormal acumulado no período de um ano após a abertura de capital. A amostra é dividida entre empresas com investimento de fundos de *private equity* e empresas que não contam com esse tipo de aporte. O resultado encontrado mostra os retornos anormais de 17,6% para empresas com investimento de PE e -7,6% para empresas que não contaram com esse tipo de investimento. No estudo, utilizam-se como variáveis para controle: tamanho da oferta, parcela primária, *market cap* do IPO, *book to market*, *free float*, nível de governança corporativa e participação de investidores *private equity* no capital das empresas. De acordo com o estudo, apenas a presença dos investidores de PE/VC é significativa e pode explicar os retornos anormais acumulados de um ano. Entre as explicações sugeridas no estudo para justificar a diferença está a possível influência da gestão ativa implementada pelos fundos de *private equity*, implementando práticas de gestão de ativo e em alguns casos, mantendo posições nas diretorias executivas ou nos conselhos de administração.

Um estudo compatível com essa visão de que investidores de PE e VC, além do aporte de capital, fazem monitoramento ativo da gestão através dos conselhos de administração a fim de criar valor nas companhias investidas foi feito por Gompers e Bakers (2003). Os autores testam a composição dos conselhos de administração no momento do IPO de firmas com e sem investimento de capital de risco. De acordo com o estudo, quanto mais independente e alinhado a boas práticas de governança corporativa for o conselho de administração, maior será o número de conselheiros independentes, e menor a quantidade de membros internos e instrumentais (bancos de investimentos, advogados e consultorias, contadores e outros que possuem uma relação de interdependência com a empresa). O resultado encontrado no estudo foi que, para a amostra utilizada, o número de componentes do conselho interno é 27% menor em firmas com investimento de VC, e o número de “instrumentais” é 20% menor em empresas com VC, mostrando que o número de externos é comparativamente maior nessas empresas. Esses resultados corroboram a hipótese de que fundos de PE e VC estabelecem melhores padrões de governança corporativa nas empresas investidas.

Os motivos que levariam PEs e VCs a criarem estruturas ótimas de governança nas empresas do portfólio, segundo Hotchberg (2004), são o mecanismo de compensação de fundos de PE/VC e a capacidade de levantar outros fundos posteriormente. Os dois fatores irão depender do retorno dos investimentos, e, portanto, do valor pelo qual esses fundos venderiam sua participação acionária na empresa. Assim, VCs e PEs têm fortes incentivos para garantir que as empresas do portfólio estejam alinhadas a boas práticas de governança corporativa para maximizar o valor da empresa no momento da saída, no caso a oferta inicial de ações (IPO). Para testar esta relação entre governança corporativa e investimento de PE/VC no momento do IPO, o autor conduz três testes. O primeiro deles investiga se empresas com investimento de PE e VC utilizam menos maquiagem contábil dos lucros, ou seja, menos manobras contábeis para inflar os resultados da empresa. O gerenciamento de resultados foi medido pelo nível de acumulações discricionárias. O resultado encontrado para este teste é que empresas sem investimento do tipo PE e VC, tendem a ter níveis menores de acumulações discricionárias, ou seja, utilizam menos maquiagem contábil dos resultados. O objetivo do segundo teste é medir a reação do mercado à adoção de *poison pills* (acordos de direitos de acionistas quando da ocasião de uma oferta de outra empresa pelo controle) para firmas com e sem PE. A lógica por trás do teste é que, se o mercado acredita que os gestores da empresa estiverem agindo em prol de maximizar valor para os acionistas, o retorno após o anúncio deste tipo de acordo seria positivo. Sendo assim, se o mercado acredita que empresas com PE/VC têm uma gestão mais alinhada a boas práticas de governança e cujo objetivo é proteger os acionistas, o efeito sobre o retorno nas ações dessas empresas, após a adoção de um acordo desse tipo, deveria ser mais positivo ou menos negativo do que em empresas sem PE/VC. De fato, os resultados sugerem que, em empresas com PE/VC, adota-se *poison pills* com o objetivo de proteger os acionistas e não o contrário, uma vez que o retorno estimado para empresas com PE/VC observado é positivo na amostra, e negativo para empresas sem PE/VC. Finalmente, o terceiro teste trata da relação entre Governança Corporativa e PE sob a ótica do conselho de administração e da dualidade CEO/presidente do conselho. Todavia, Hotchberg (2004) utiliza uma classificação diferente para os membros do conselho (separados apenas em externos e internos) do que a utilizada neste trabalho, que inclui membros internos, externos e instrumentais, baseado na categorização usada em Gioielli (2008) e em Gompers e Bakers (2003). Os resultados encontrados indicam que empresas com PE tendem a ter conselhos de administração mais independentes e tem menos probabilidade de ter um membro que atue ao mesmo tempo como CEO e presidente do conselho.

Para dados de empresas brasileiras que abriram o capital de 2004 até o final de julho de 2007, Gioielli (2008) faz os testes de manipulação contábil de lucros, composição do conselho de administração e dualidade CEO/Presidente do Conselho. Quanto à manipulação contábil de resultados, a autora propõe metodologia inovadora em relação à usada anteriormente, inserindo dados de painel, ao invés da abordagem *cross section* usada por Hotchberg (2004), em que se testavam os resultados referentes apenas ao ano do IPO. A autora mede a manipulação de lucros em 4 períodos: pré-IPO, no período do IPO, pré-expiração da cláusula de *lock up* e pós-expiração da cláusula de lock up. Os resultados do estudo confirmam a hipótese de que companhias financiadas por investimentos de PE/VC tendem a ter um nível menor de manipulação contábil do que empresas sem PE/VC. No que diz respeito ao conselho, a autora utiliza a metodologia usada neste trabalho, que será explicitada na seção III. Os resultados encontrados pela autora corroboram a hipótese que as empresas do portfólio de fundos de PE/VC apresentam maior proporção de membros externos e menor proporção de membros instrumentais e internos. Quanto ao teste relacionado à CEO/Presidente do conselho, não se pode concluir que, para a amostra utilizada pela autora, empresas com investimento do tipo PE/VC têm menor probabilidade de ter um mesmo membro exercendo os dois cargos.

Em Gorman e Sahlman (1989), a relação entre as empresas do portfólio e os investidores de PE e VC foi investigada através da coleta de dados de amostra de 100 questionários enviados à *venture capitalists* no final de 1984. Os resultados mostram que os fundos de VC e PE fornecem às empresas investidas ajuda na obtenção de formas de financiamento, na criação da estratégia a ser utilizada e na formação da equipe de gestão.

O uso do conselho de administração como medida de governança corporativa está de acordo com a conclusão proposta por Fama e Jensen (1983) de que o Conselho de Administração é o melhor mecanismo de controle interno da gestão. A necessidade de monitoramento da gestão das empresas é derivada da existência de custos de agência, que seriam os custos que os sócios acionistas teriam para evitar que os gestores ajam em benefício próprio de forma à maximizar sua utilidade e assim prejudicando os interesses dos acionistas. Estes custo envolvem a criação de contratos e o monitoramento. Além disso, segundo os autores, custos de agência podem surgir quando o custo para garantir o *enforcement* dos contratos for maior que o benefício gerado. Por esse motivo, os autores destacam a importância do monitoramento da gestão através do conselho. O estudo conduzido pelos autores é focado na separação dos cargos de CEO/ Presidente do Conselho, o que minimizaria os riscos de conflito de interesse.

Seguindo a lógica da importância do conselho no monitoramento da gestão, a inserção de membros externos aos funcionários e administradores minimizaria custos de agência à medida que esse grupo fizesse um monitoramento da administração, uma vez que não há interesse em pactuar com a expropriação de riqueza do acionista.

Outro aspecto da relação entre governança relacionado à independência do conselho de administração é discutido por Beasley (1995), em um estudo que testa a relação entre a proporção de membros externos do conselho com a ocorrência de fraude nas demonstrações. O estudo utiliza uma regressão *cross-sectional* para dados de 75 empresas que apresentaram demonstrações financeiras fraudadas e 75, idôneas. Essas empresas são, ainda, similares, no que diz respeito ao tamanho, ao mercado e a local em que as ações são negociadas em bolsa. Os resultados mostram que as empresas sem fraude tinham porcentagens significativamente maiores de membros externos no conselho que as firmas fraudulentas. Essa relação ainda permaneceria, se adicionada ao modelo a presença de um comitê de auditoria. Esse estudo é mais um indício da importância da independência do conselho de administração para a gestão baseada em princípios de governança.

### III Metodologia

Para testar se conselhos de administração de empresas com participação de PE/VC são mais independentes e com melhor capacidade de monitoramento que de empresas sem participação de PE/VC, será utilizada a metodologia de Gioielli (2008). A autora utiliza classificação para os membros do conselho semelhante à usada em Gompers e Bakers (2003), de acordo com três funções principais: executiva, instrumental e de monitoramento.

Os integrantes do conselho pertencentes à categoria executiva são membros internos ou que, segundo Gioielli (2008), estão altamente alinhados com a alta administração, sendo eles funcionários e ex-funcionários, diretores, fundadores e seus familiares, funcionários de empresas coligadas e controladas.

Os membros do conselho que representam a categoria instrumental são os que possuem alguma relação econômica com a empresa, tendo o papel de auxiliar na tomada de decisões. São eles: advogados, consultores, contadores, fornecedores, bancos, etc.

A categoria de monitoramento diz respeito aos membros externos do conselho que não possuam qualquer relação (psicológica ou econômica) com a empresa e seus administradores, excluindo-se assim seus familiares, *stakeholders* da empresa. Dessa forma, um membro externo é um membro que não possui qualquer transação significativa com a empresa ou que dela dependa sob quaisquer aspectos de suas decisões tomadas. O objetivo desses membros é, de fato, supervisionar o desempenho dos administradores e garantir que as decisões sejam tomadas priorizando-se os interesses dos acionistas. Nessa categoria, incluem-se conselheiros profissionais, investidores privados, funcionários de empresa não relacionada à companhia, os representantes dos fundos de PE e VC não-atuantes na gestão (muitas vezes, os fundos, ao investirem em uma empresa, indicam diretores e gestores; os representantes citados aqui são os que não acumulam funções desse tipo).

Nesse estudo, foram coletados dados de conselhos de empresas que fizeram IPO no período de janeiro de 2004 a dezembro de 2008, na Bovespa. Para classificar os membros dos conselhos nas 3 categorias citadas, foram utilizados dados contidos nos prospectos publicados pelas empresas no período do IPO, bem como informações biográficas adicionais quando necessário (entrevistas, reportagens, referências existentes em revistas e jornais e informações fornecidas em contato telefônico com o departamento de Relação com Investidor das empresas). Com esses dados, foram testadas quatro hipóteses, baseadas na classificação descrita abaixo:

**H1:** empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam conselhos de administração com menor proporção de membros executivos do que as empresas que não receberam este tipo de aporte de capital;

**H2:** empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam conselhos de administração com menor proporção de membros instrumentais do que as empresas que não receberam este tipo de aporte de capital;

**H3:** empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam conselhos de administração com maior proporção de membros externos que as empresas do que não receberam este tipo de aporte de capital.

**H4:** empresas financiadas por fundos de PE/VC apresentam maior probabilidade de terem pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração do que as empresas que não receberam este tipo de aporte de capital.

Para testar as hipóteses acima serão construídas as seguintes equações:

$$\begin{aligned} \text{Executivo} = & \beta_0 + \beta_1 PE\_VC_i + \beta_2 Tamanho + \beta_3 Idade\_Empresa_i + \beta_4 Fundador \\ & + \beta_5 Experienc\grave{a}\_CEO_i + \beta_6 Idade\_CEO_i + \beta_7 Aposentad\sigma ia_i \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Instrumental}_i = & \beta_0 + \beta_1 PE\_VC_i + \beta_2 Tamanho + \beta_3 Idade\_Empresa_i + \beta_4 Fundador \\ & + \beta_5 Experienc\grave{a}\_CEO_i + \beta_6 Idade\_CEO_i + \beta_7 Aposentad\sigma ia_i \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Monitoram\textcirc{e}nto}_i = & \beta_0 + \beta_1 PE\_VC_i + \beta_2 Tamanho + \beta_3 Idade\_Empresa_i + \beta_4 Fundador \\ & + \beta_5 Experienc\grave{a}\_CEO_i + \beta_6 Idade\_CEO_i + \beta_7 Aposentad\sigma ia_i \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{CEO\_Presidente} = & \beta_0 + \beta_1 PE\_VC_i + \beta_2 Tamanho + \beta_3 Idade\_Empresa_i + \beta_4 Fundador \\ & + \beta_5 Experienc\grave{a}\_CEO_i + \beta_6 Idade\_CEO_i + \beta_7 Aposentad\sigma ia_i \end{aligned} \quad (4)$$

Em que:

**Executivo<sub>i</sub>** = quantidade de membros executivos no CA/quantidade total de conselheiros.

**Instrumental<sub>i</sub>** = quantidade de membros instrumentais no CA/quantidade total de conselheiros.

**Monitoramento<sub>i</sub>** = quantidade de membros do grupo de monitoramento no CA/quantidade total de conselheiros.

**PE\_VCi** = variável *dummy* que assume o valor 1 (um) se a empresa *i* recebeu financiamento do tipo PE/VC antes da abertura de capital e 0 (zero) caso contrário.

**Tamanho<sub>i</sub>** = logaritmo neperiano do valor de mercado da empresa *i* (em milhões de reais) no primeiro dia de listagem na BOVESPA. O valor de mercado é calculado pelo produto do número total de ações pelo preço de fechamento do dia.

**Idade\_Empresai** = idade da empresa *i*, calculada pela diferença entre o ano do IPO e o ano da fundação (anos).

**Fundadori** = variável *dummy* que assume o valor 1 (um) se o diretor presidente for um dos fundadores da empresa *i* e 0 (zero) caso contrário.

**Experiencia\_CEOi** = tempo em que o diretor presidente ocupa o cargo na empresa *i* na data do IPO (anos).

**Idade\_CEOi** = idade do diretor presidente da empresa *i* na data do IPO (anos).

**Aposentadoriai** = variável *dummy* que assume o valor 1 (um) se o diretor presidente estiver próximo da aposentadoria (idade maior que 60 anos) na data do IPO e 0 (zero) caso contrário.

**CEO\_Presidente** = variável *dummy* que assume valor 1(um) se o diretor presidente e o presidente do conselho forem a mesma pessoa e 0 (zero) caso contrário.

Para responder às hipóteses iniciais, foram testadas as significâncias dos parâmetros obtidos para a variável PE/VC, e a sua relação (positiva ou negativa) com as variáveis dependentes (categorias de membros e CEO/Presidente) em cada equação.

As variáveis independentes utilizadas, sua relação com a composição do conselho e os resultados esperados para os parâmetros estimados são apresentados no Quadro 1.

**Quadro 1:** variáveis independentes e resultados esperados.

Variável	Relação com o modelo	Resultado esperado
Tamanho e Idade da Empresa	Segundo Baker e Gompers (2003), firmas menores e mais jovens teriam menor necessidade de financiamento, tenderiam a ter um número maior de componentes internos.	Para as regressões referentes aos membros executivos e instrumentais, esperam-se coeficientes significativos e positivos. Para o modelo relacionado aos membros independentes, espera-se uma relação negativa.
Fundador, Experiência do CEO e Idade do CEO	O perfil do CEO é importante à medida que o conselho de administração tenderia a se tornar menos independente ao longo do desenvolvimento da trajetória profissional do CEO dentro da companhia.	Espera-se que, para o modelo referente aos membros de monitoramento, estes coeficientes sejam significativos e negativos, enquanto nas equações para membros internos instrumentais o valor esperado é positivo.
Aposentadoria	Em Hermalin e Weisbach (1988), a distância para aposentadoria do CEO é considerada parte importante para a composição do conselho, pois à medida que esta diminui, novos membros podem ser trazidos para o conselho para serem avaliados e preparados como possíveis substitutos.	No que diz respeito à variável aposentadoria do CEO, os resultados esperados são coeficientes significativos e negativos para a equação dos membros independentes, e positivos para executivos e instrumentais.
PE e VC	A variável que determina presença de investimento de PE e VC tem papel fundamental no modelo. A estimativa dos coeficientes desta variável para os três modelos de equação responde às hipóteses formuladas, e à proposição deste trabalho, que é identificar se os investimentos de PE e VC geram proporção maior de membros independentes no Conselho de Administração, e, portanto, agregam princípios de governança corporativa.	Para as regressões referentes aos membros executivos e instrumentais, esperam-se coeficientes significativos e negativos. Para o modelo relacionado aos membros independentes, espera-se uma relação significativa e positiva. Para os modelos referentes à dualidade CEO/Presidente do conselho, PE/VC tem sinal esperado negativo, que, dada a interpretação dos modelos Probit e Logito, que empresas que tem PE/VC teriam probabilidade reduzida de apresentarem a mesma pessoa ocupando os dois cargos.

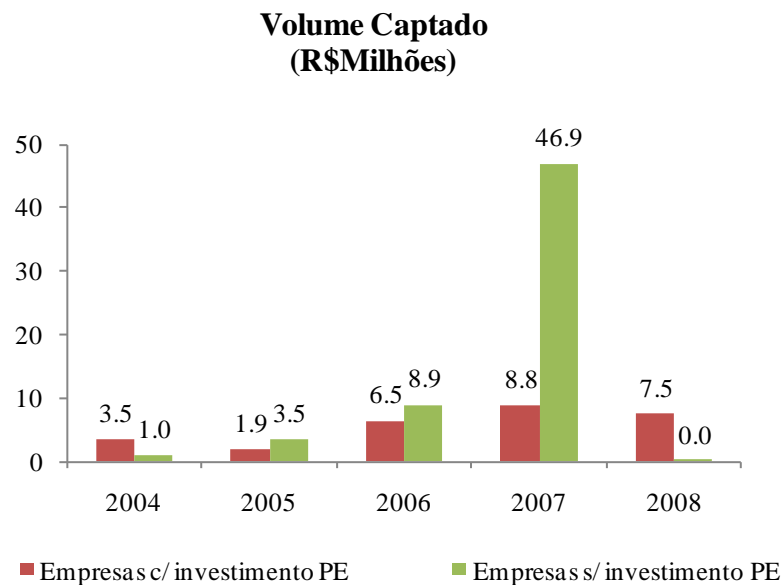
**Fonte:** elaboração própria, baseada em [Gioielli \(2008\)](#).

## IV Análise Descritiva dos Dados

A amostra de dados utilizada nesse estudo compreende as empresas que fizeram abertura de capital na BOVESPA no período de janeiro de 2004 à dezembro de 2008. Os dados foram coletados a partir dos prospectos emitidos pelas companhias, relatórios e documentos entregues à CVM.

A Figura 1 mostra a evolução dos IPOs no Brasil no período mencionado, em volume captado. Cento e dez empresas abriram capital no período, das quais trinta e oito empresas receberam investimento de *private equity* e *venture capital* antes do IPO.

**Figura 1:** IPOs Volume captado nas aberturas de capital.



**Fonte:** elaboração própria, baseada em base de dados BOVESPA.

O quadro 2 mostra as empresas que não receberam investimento de *private equity* e *venture capital* antes da abertura de capital.

**Quadro 2:** IPOs de empresas que não receberam investimento de *private equity* e *venture capital*.

Ano	Empresa	Listagem na Oferta	Classificação Setorial	Volume Total Captado (R\$Mi)
2004	GRENDENE	NM	Calçados	616,90
	PORTO SEGURO	NM	Seguradoras	377,33
2005	RENAR	NM	Alimentos Diversos	16,00
	ENERGIAS BR	NM	Energia Elétrica	1.184,70
	OHLBRASIL	NM	Exploração de Rodovias	496,00
	NOSSA CAIXA	NM	Bancos	953,96
	COSAN	NM	Alimentos Diversos	885,77
2006	COPASA	NM	Água e Saneamento	813,46
	COMPANY	NM	Construção Civil	281,60
	ABNOTE	NM	Serviços Diversos	480,43
	GP INVEST <sup>1</sup>	BDR	Holdings Diversificadas	705,98
	MMX MINER	NM	Minerais Metálicos	1.118,90
	ABYARA	NM	Construção Civil	163,77
	MEDIALSAUDE	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	742,29
	KLABINSEGALL	NM	Construção Civil	527,35
	M.DIASBRANCO	NM	Alimentos Diversos	410,77
	BRASCAN RES	NM	Construção Civil	1.188,00
	PROFARMA	NM	Medicamentos	401,06
	TERNA PART	N2	Energia Elétrica	626,67
	ECODIESEL	NM	Exploração e/ou Refino	378,93
	POSITIVO INF	NM	Computadores e Equipamentos	604,11
	LOPES BRASIL	NM	Intermediação Imobiliária	474,72
	2007	RODOBENSIMOB	NM	Construção Civil
CC DES IMOB		NM	Construção Civil	522,00
TECNISA		NM	Construção Civil	791,30
IGUATEMI		NM	Exploração de Imóveis	548,68
SAO MARTINHO		NM	Alimentos Diversos	423,68
GVT HOLDING		NM	Telefonia Fixa	1076,40
JBS		NM	Carnes e Derivados	1.616,75
PINE		N1	Bancos	517,19
JHSF PART		NM	Construção Civil	432,40
METALFRIO		NM	Equipamentos Elétricos	452,95
CR2		NM	Construção Civil	307,58
AGRA INCORP		NM	Construção Civil	786,04
WILSON SONS		BDR	Serviços de Apoio e Armazenagem	705,97
SOFISA		N1	Bancos	504,54
TARPON		BDR	Holdings Diversificadas	443,83
PARANA		N1	Bancos	529,20
SLC AGRICOLA		NM	Alimentos Diversos	490,04
LOG-IN		NM	Transporte Hidroviário	848,25
EZTEC		NM	Construção Civil	542,15
CRUZEIRO SUL		N1	Bancos	573,52
MARFRIG		NM	Carnes e Derivados	1.020,51
DAYCOVAL		N1	Bancos	1.092,47
TEGMA		NM	Transporte Rodoviário	603,98
INDUSVAL		N1	Bancos	252,56
REDECARD		NM	Serviços Financeiros Diversos	4.642,69
INVEST TUR		NM	Exploração de Imóveis	945,00
MINERVA		NM	Carnes e Derivados	444,00
PATAGONIA <sup>1</sup>		BDR	Bancos	75,96
KROTON		N2	Serviços Educacionais	478,77
GUARANI		NM	Alimentos Diversos	665,76
TRIUNFO PART		NM	Exploração de Rodovias	513,00
ABC BRASIL		N2	Bancos	608,85
MULTIPLAN		N2	Exploração de Imóveis	924,53
ESTACIO PART		N2	Serviços Educacionais	446,94
GENERALSHOPP		NM	Exploração de Imóveis	286,73
COSAN LTD <sup>1</sup>		BDR	Alimentos Diversos	275,02
SULAMERICA	N2	Seguradoras	775,00	
TRISUL	NM	Construção Civil	330,28	
BICBANCO	N1	Bancos	821,53	
SEB	N2	Serviços Educacionais	412,50	
MARISA	NM	Tecidos, Vestuário e Calçados	506,00	
AGRENCO	BDR	Alimentos	666,19	
BOVESPA HLD	NM	Serviços Financeiros Diversos	6.625,52	
AMIL	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	1.400,70	
HELBOR	NM	Construção Civil	251,83	
LAEP	BDR	Laticínios	507,61	
PANAMERICANO	N1	Bancos	700,43	
BMF	NM	Serviços Financeiros Diversos	5.983,70	
MPX ENERGIA	NM	Energia Elétrica	2.035,41	
2008	NUTRIPLANT	MA	Fertilizantes e Defensivos	20,70
<b>Total</b>		<b>72 Empresas</b>		<b>60.323,82</b>

Fonte: elaboração própria, baseada em base de dados BOVESPA.

O quadro 3 mostra a lista das empresas da amostra que recebeu investimentos do tipo PE/VC antes do IPO.

**Quadro 3:** IPOs de empresas que receberam investimento de *private equity* e *venture capital*.

Ano	Empresa	Listagem na Oferta	Classificação Setorial	Volume Total Captado (R\$Mi)
2004	NATURA	NM	Prod. de Uso Pessoal	768,12
	GOL	N2	Transporte Aéreo	878,14
	ALLAMER LAT	N2	Transporte Ferroviário	588,23
	CPFL ENERGIA	NM	Energia Elétrica	820,96
	DASA	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	437,38
2005	SUBMARINO	NM	Produtos Diversos	472,94
	LOCALIZA	NM	Aluguel de Carros	264,80
	TAM S/A	N2	Transporte Aéreo	548,49
	UOL	N2	Programas e Serviços	624,68
2006	VIVAX	N2	Televisão Por Assinatura	529,20
	GAFISA	NM	Construção Civil	926,99
	TOTVS	NM	Programas e Serviços	460,00
	EQUATORIAL	N2	Energia Elétrica	540,27
	CSU CARDSYST	NM	Serviços Diversos	340,97
	BRASILAGRO	NM	Exploração de Imóveis	583,20
	LUPATECH	NM	Motores, Compressores e Outros	452,74
	DATASUL	NM	Programas e Serviços	317,01
	SANTOS BRAS	N2	Serviços de Apoio e Armazenagem	933,40
	ODONTOPREV	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	522,03
	DUFREYBRAS	BDR	Produtos Diversos	849,75
2007	PDG REALT	NM	Construção Civil	648,39
	ANHANGUERA	N2	Serviços Educacionais	512,33
	EVEN	NM	Construção Civil	460,00
	BR MALLS PAR	NM	Exploração de Imóveis	657,12
	FER HERINGER	NM	Fertilizantes e Defensivos	349,58
	BEMATECH	NM	Computadores e Equipamentos	406,63
	CREMER	NM	Medicamentos e Outros Produtos	551,63
	INPAR S/A	NM	Construção Civil	756,00
	MRV	NM	Construção Civil	1.193,40
	SPRINGS	NM	Fios e Tecidos	655,50
	PROVIDENCIA	NM	Materiais Diversos	468,75
	SATIPEL	NM	Madeira	412,54
	TENDA	NM	Construção Civil	603,00
	BR BROKERS	NM	Intermediação Imobiliária	699,11
	TEMPO PART	NM	Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	419,80
2008	HYPERMARCAS	NM	Produtos Diversos	612,39
	LE LIS BLANC	NM	Tecidos, Vestuário e Calçados	150,19
	OGX PETROLEO	NM	Exploração e/ou Refino	6.711,66
<b>Total</b>		<b>38 Empresas</b>	<b>28.127,32</b>	

**Fonte:** elaboração própria, baseada em base de dados BOVESPA.

O Quadro 4 mostra uma descrição das empresas agrupadas por setor. Tanto como porcentagem do total quanto de empresas com e sem investimento de PE/VC, o setor com o maior número de empresas abrindo capital foi o de construção civil: foram 19 empresas, o que representa 17% do total geral. Comparando os dois grupos, a única diferença significativa entre eles quanto à classificação setorial é o setor bancário, em que todas as emissões foram de empresas que não tiveram aporte de PE/VC, o que já era esperado uma vez que bancos e instituições financeiras têm diversas maneiras de financiar ou estruturar suas operações.

**Quadro 4:** IPOs de empresas que receberam investimento de *private equity* e *venture capital*; classificação setorial

Classificação Setorial	Total	Sem PE/VC	Com PE/VC	%Total	%Sem PE/VC	%com PE/VC
Água e Saneamento	1	1	0	1%	1%	0%
Alimentos	1	1	0	1%	1%	0%
Alimentos Diversos	7	7	0	6%	10%	0%
Aluguel de Carros	1	0	0	1%	0%	0%
Bancos	11	11	0	10%	15%	0%
Calçados	1	1	0	1%	1%	0%
Carnes e Derivados	3	3	0	3%	4%	0%
Computadores e Equipamentos	2	1	1	2%	1%	3%
Construção Civil	19	13	6	17%	18%	19%
Energia Elétrica	5	3	2	5%	4%	6%
Equipamentos Elétricos	1	1	0	1%	1%	0%
Exploração de Imóveis	6	4	2	5%	6%	6%
Exploração de Rodovias	2	2	0	2%	3%	0%
Exploração e/ou Refino	2	1	1	2%	1%	3%
Fertilizantes e Defensivos	2	1	1	2%	1%	3%
Fios e Tecidos	1	0	1	1%	0%	3%
Holdings Diversificadas	2	2	0	2%	3%	0%
Intermediação Imobiliária	2	1	1	2%	1%	3%
Laticínios	1	1	0	1%	1%	0%
Madeira	1	0	1	1%	0%	3%
Materiais Diversos	1	0	1	1%	0%	3%
Medicamentos	1	1	0	1%	1%	0%
Medicamentos e Outros Produtos	1	0	1	1%	0%	3%
Minerais Metálicos	1	1	0	1%	1%	0%
Motores, Compressores e Outros	1	0	1	1%	0%	3%
Prod. de Uso Pessoal	1	0	1	1%	0%	3%
Produtos Diversos	3	0	1	3%	0%	3%

**Fonte:** elaboração própria, baseada em base de dados BOVESPA.

Para este estudo, foram retiradas da amostra empresas financeiras e classificadas como exploradoras de imóveis, seguradoras. Assim, foram retiradas 25 empresas da amostra, entre seguradoras, bancos, holdings diversificadas, e prestadoras de serviços financeiros. São elas: Porto Seguro, Nossa Caixa, GP Investimentos, Banco Pine, BR Malls Participações, Sofisa, Tarpon, Banco Paraná, Banco Cruzeiro do Sul, Banco Daycoval, Banco Indusval, Redecard, Invest Tur, Banco Patagônia, Banco ABC Brasil, Multiplan, General Shopp, Sul América, Bic Banco, Bovespa Holding, Banco Panamericano e BMF. A empresa LAEP Investments que foi classificada como “Laticínios” pela Bovespa também foi retirada da amostra, por se tratar na verdade de um fundo de private equity com foco no mercado lácteo. A amostra final é composta de 85 empresas, 36 com investimento PE/VC e 49 sem este tipo de investimento.

O Quadro 5 foi elaborado de acordo com coleta de dados feita nos prospectos das empresas, documentos entregues à CVM e informações do site de relação com investidor.

**Quadro 5:** Membros do conselho de administração de empresas que fizeram IPO entre 2004 e 2008 <sup>1</sup>

	Todas as empresas			Com investimento de PE/VC			Sem investimento de PE/VC			Estatística t
	N	Média	Desvio-Padrão	N	Média	Desvio-Padrão	N	Média	Desvio-Padrão	
<b>Características do Conselho de Administração</b>										
Número de membros	88	6,67	1,87	49	7,33	2,20	49	6,39	1,89	-2,073 (**)
Membros Executivos (% do total)	88	47,85	21,99	49	37,98	20,48	49	55,48	20,12	3,923 (***)
Membros Instrumentais (% do total)	88	7,52	10,72	49	5,17	8,70	49	9,10	11,75	1,774 (*)
Membros de Monitoramento (% do total)	88	44,23	22,07	49	56,86	21,77	49	34,73	16,96	-5,07 (***)
Diretor Presidente é o Presidente do Conselho (% do total) (Sim = 1; Não = 0)	88	42,86	49,78	49	36,11	48,71	49	46,94	50,42	0,997
Variável Diretor Presidente/CEO estendida	88	49,41	50,30	36	44,44	50,40	49	53,061	50,42	-1,56
<b>Características do Diretor Presidente</b>										
Idade (anos)	88	48,64	8,80	36	46,81	7,73	49	50,43	9,11	1,979 (*)
Próximo da aposentadoria (idade > 60 anos, em % do total) (Sim = 1; Não = 0)	88	9,41	29,37	36	5,56	23,23	49	12,24	33,42	1,094
É um dos fundadores da empresa (% do total) (Sim = 1; Não = 0)	88	28,24	45,28	36	30,56	46,72	49	26,53	44,61	0,400
Tempo de experiência no cargo (anos)	88	8,40	8,71	36	8,47	6,96	49	8,45	9,84	-0,012

\*, \*\* e \*\*\* denotam significância estatística aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente (teste bi-caudal).

**Fonte:** elaboração própria, baseada em base de dados BOVESPA, e nos prospectos de distribuição pública das cias.

A partir dos dados mostrados no Quadro 5, pode-se observar que, as empresas com investimento de PE/VC tem um número médio de membros maior que as empresas que não contam com esse tipo de investimento. Esta diferença deve-se provavelmente ao fato de gestores de PE/VC normalmente exigirem cadeiras no conselho.

No que diz respeito à composição do conselho, de fato, existe diferença significativa na proporção de membros executivos, de monitoramento e instrumentais, apesar da última diferença ter-se mostrado significativa à 10%, enquanto as duas primeiras variáveis

<sup>1</sup> A estatística T mostrada no quadro 5 refere-se ao teste de diferença de médias entre a amostra de empresas com investimento de PE/VC e amostra de empresas sem investimento de PE/VC

mencionadas tiveram diferenças significativas a 1%. A partir destes dados, pode-se inferir que, conforme esperado, empresas investidas por PE/VC têm menor proporção média de conselheiros executivos e instrumentais e maior proporção de membros de monitoramento do em relação às outras empresas, que pode indicar que tratam-se realmente de conselhos mais independentes e possivelmente com melhor grau de governança corporativa.

A proporção média de empresas que apresenta a dualidade CEO/Presidente é maior nas empresas com PE/VC, conforme esperado. A diferença, entretanto, não é significativa aos níveis testados (1%,5% e 10%).

Durante a coleta de dados, observou-se que em diversas empresas, o CEO não é o presidente do conselho, mas um parente de primeiro grau do mesmo é. Portanto, seria incorreto considerá-los independentes. Por isso, foi criada uma variável para teste cujo valor assume 1 se o CEO é o presidente do conselho, ou tem relação familiar (filho, irmão, genro, etc) com o mesmo. Na maior parte dos casos em que isso aconteceu, tratava-se do filho do presidente do conselho, que muitas vezes era o fundador da companhia. Como pode ser observado a média desta variável é maior para toda a amostra.

## V Resultados

Para certificar a ausência de multicolinearidade, foi construída uma matriz de correlação das variáveis independentes utilizadas nas regressões. Entre parênteses, são apresentados os p-valores do teste de significância dos coeficientes de correlação.

**Quadro 6:** Matriz de correlação das variáveis independentes

	PE_VC	TAM_EMPRESA	IDADE_EMPRESA	IDADE_CEO	APOSENT_CEO	CEO_FUND	EXPER_CEO
PE_VC	1,00						
TAM_EMPRESA	0,031 (0,777)	1,00					
IDADE_EMPRESA	-0,08 (0,495)	-0,18 (0,100)	1,00				
IDADE_CEO	-0,21 (*) (0,057)	0,01 (0,936)	0,21 (*) (0,059)	1,00			
APOSENT_CEO	0,33 (**) (0,002)	-0,017 (0,877)	-0,13 (0,226)	0,04 (0,702)	1,00		
CEO_FUND	0,04 (0,688)	0,04 (0,692)	-0,21 (*) (0,052)	0,13 (0,252)	0,5 (***) (<0,001)	1,00	
EXPER_CEO	0,00 (0,99)	0,03 (0,817)	0,08 (0,489)	0,35 (*) (0,001)	0,21 (*) (0,052)	0,38 (*) (0,0004)	1,00

\*\*\*, \*\* e \* denotam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

**Fonte:** elaboração própria

A única correlação significativa para todos os níveis testados é aposentadoria do CEO com CEO fundador, que tem sinal positivo, o que faz completo sentido.

Uma vez que os coeficientes de correlação encontrados nesta análise não são muito altos (o valor máximo encontrado foi de 0,5) e os R<sup>2</sup> das regressões que serão mostradas no próximos quadros também não, descartou-se a possibilidade de existência de multicolinearidade.

O quadro 7 mostra os resultados das regressões para a composição do conselho de administração. Foram feitas regressões múltiplas por dois métodos: Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Tobit. De acordo com Greene (2000), o modelo econométrico Tobit deve ser utilizado nos casos em que a variável dependente está compreendida entre um intervalo de valores ou concentrada ao redor de uma faixa de valores. Por construção as variáveis Executivo, Instrumental e Monitoramento estão entre 0 e 1. Assim a aplicação deste modelo visa contornar o problema da censura da variável dependente sem perda de qualidade, como pode acontecer ao utilizar o método de Mínimos Quadrados nesta situação. Entretanto, ainda é válida a estimação dos dois modelos para possível comparação, validação e análise de consistência dos resultados.

**Quadro 7:**Regressões da composição do conselho de administração

Variável	Proporção de Conselheiros Executivos		Proporção de Conselheiros Instrumentais		Proporção de Conselheiros de Monitoramento	
	OLS	Tobit	OLS	Tobit	OLS	Tobit
Intercepto	0,414** (2,159)	0,427** (2,291)	0,000 (0,003)	-0,316 (-1,175)	0,605*** (3,392)	0,634*** (3,561)
PE_VC	-0,134*** (-2,737)	-0,138*** (-2,896)	-0,037 (-1,414)	-0,087 (-1,356)	0,176*** (3,865)	0,178*** (3,93)
ln(Tamanho)	-0,003 (-0,130142)	-0,003 (-0,177)	0,006 (0,616)	0,022 (0,773)	-0,005 (-0,267)	-0,006 (-0,331)
Idade_Empresa	0,001 -0,718	0,001 (0,711)	-0,001 (-1,396)	-0,002 (-1,545)	0,000 (0,245)	0,000 (0,268)
Fundador	-0,004 (-0,057631)	-0,005 (-0,092)	-0,009 (-0,281)	-0,040 (-0,532)	0,022 (0,386)	0,018 (0,307)
Experiencia_CEO	-0,002 (-0,549817)	-0,001 (-0,509)	0,000 (0,042)	0,001 (0,199)	0,002 (0,564)	0,002 (0,72)
Idade_CEO	0,003 (-1,123)	0,003 (1,1)	0,001 (0,898)	0,004 (1,165)	-0,005* (-1,917)	-0,006** (-2,135)
Aposentadoria	-0,109 (-1,485)	-0,112 (-1,569)	-0,002 (-0,059)	-0,002 (-0,027)	0,110 (1,611)	0,111 (1,627)
N	85	85	85	85	85	85
R <sup>2</sup>	21,58%	19,73%	7,19%	5,41%	32,07%	31,94%

\* Significante a 10%.

\*\* Significante a 5%.

\*\*\* Significante a 1%.

Os resultados apresentados no quadro 7 não mostraram diferenças expressivas com relação ao sinal e à significância para os dois métodos utilizados, podendo ser, portanto, considerados robustos aos modelos econométricos empregados. As variáveis de controle empregadas não apresentaram significância, exceto por Idade do CEO na regressão referente ao grupo de monitoramento. Quanto ao sinal esperado, as variáveis controle apresentaram em geral sinais contrários aos esperados porém sem significância estatística. Alguns exemplos de variáveis cujo sinal dos coeficientes foi o contrário do previsto: tamanho da empresa na regressão de membros executivos, idade da empresa na regressão de instrumentais e monitoramento, entre outras.

Apesar da inversão de sinal observada nas variáveis controle, a variável de interesse PE/VC apresentou os sinais esperados para todas as regressões, e foi significativa ao nível de 1% para as regressões referentes aos membros de monitoramento e executivos. Em Gioielli (2008), resultado semelhante foi encontrado, porém a variável PE/VC foi significativa também na regressão referente a membros instrumentais.

Para o teste da hipótese 4, foram construídos modelos Logito e Probit tendo como variável dependente a dummy que representa a dualidade CEO/Presidente do conselho. Os resultados são mostrados no quadro 8, tendo a variável PE/VC se mostrado insignificante nos dois modelos econométricos utilizados, resultado semelhante ao encontrado por Gioielli (2008).

**Quadro 8:** Modelos Probit e Logito referentes às características do CEO

Variável	CEO Presidente do Conselho	
	Probit	Logit
Intercepto	-2,984 ** (-2,08)	-5,144 ** (-2,078)
PE_VC	-0,493 (-1,459)	-0,854 (-1,476)
ln(Tamanho)	0,188 (1,23)	0,307 (1,206)
Idade_Empresa	0,007 (1,248)	0,013 (1,323)
Fundador	0,431 (1,072)	0,75 * (1,121)
Experiencia_CEO	0,039 (1,736)	0,062 (1,646)
Idade_CEO	0,018 (0,944)	0,034 (1,041)
Aposentadoria	0,803 * (1,647)	1,329 (1,634)
N	85	85
Estatística X <sup>2</sup> da Regressão	21,97	22,12
p-valor	0,003	0,002
R <sup>2</sup>	18,96%	19,09%

\* Significante a 10%.    \*\* Significante a 5%.    \*\*\* Significante a 1%.

No quadro 8, as únicas relações significantes foram Ceo\_Fundador e Aposentadoria. No caso da primeira variável, a interpretação do modelo é que empresas que tem como diretor presidente o fundador, tem probabilidade maior de ter a mesma pessoa ocupando a posição de CEO e presidente do conselho. O aumento da probabilidade da dualidade CEO/Presidente do conselho também ocorreria segundo o modelo Probit, no caso do CEO estar próximo da aposentadoria ( com mais de 60 anos de idade). Ainda para testar a hipótese 4 foram construídos, foi construída uma variável dummy que assume valor 0 se presidente do conselho e CEO forem independentes, e 1 se forem a mesma pessoa, assim como considerado na variável usada nos modelos apresentados no quadro 8, ou ainda, se forem parentes próximos. Esse procedimento foi feito, por que durante a coleta de dados observou-se que o presidente do conselho e CEO muitas vezes não eram a mesma pessoa, mas eram pai e filho por exemplo, o que não configura uma estrutura de independência. Os modelos foram reestimados com esta variável estendida e os resultados para estes modelos são apresentados

no quadro 9. Mesmo com a inclusão da variável estendida, não se observou relação significativa entre a variável PE/VC e a variável dependente CEO/Presidente do conselho

**Quadro 9:** Modelos Probit e Logito referentes às características do CEO, utilizando a variável estendida CEO/Presidente do conselho

Variável	CEO Presidente do Conselho	
	Probit	Logit
Intercepto	-3,223 ** (-2,21)	-5,319 (-2,173)
PE_VC	-0,423 (-1,288)	-0,712 (-1,29)
ln(Tamanho)	0,293 (1,919)	0,47 * (1,848)
Idade_Empresa	0,01 (1,589)	0,016 (1,582)
Fundador	0,623 (1,486)	1,009 (1,473)
Experiencia_CEO	0,034 (1,488)	0,055 (1,445)
Idade_CEO	0,01 (0,515)	0,018 (0,566)
Aposentadoria	0,757 (1,51)	1,274 (1,517)
N	85	85
Estatística X <sup>2</sup> da Regressão	22,40	22,23
p-valor	0,002	0,002
R <sup>2</sup>	19,01%	18,87%

\* Significante a 10%. \*\* Significante a 5%. \*\*\* Significante a 1%.

Foram construídas as regressões auxiliares, utilizando os resíduos das regressões acima tendo como independente PE/VC a fim de se testar a exogeneidade de PE/VC. A variável PE/VC não foi significativa nas regressões, o que implica em não correlação desta variável com os resíduos. Descartou-se, portanto, a hipótese de endogeneidade da variável.

Apesar de não ter se mostrado significativo, é importante observar que, tanto no quadro 8 quanto no quadro 9, o sinal de PE/VC foi negativo. Para os modelos utilizados, o sinal negativo das covariáveis explicativas indica redução na probabilidade esperada de ocorrência da variável resposta. Ou seja, empresas com investimento de PE/VC (dummie PE/VC=1), têm menor probabilidade de ter a mesma pessoa, ou pessoas com relação muito próxima, exercendo as funções de CEO e Presidente do Conselho. Ainda, segundo o modelo Logit, ao nível de 10% de significância, foi significativo e positivo o parâmetro que se refere ao tamanho da empresa, o que equivaleria a dizer que uma empresa de tamanho maior teria uma probabilidade de maior de apresentar a mesma pessoa nos dois cargos.

## VI Conclusão

Os resultados encontrados neste trabalho dão suporte às evidências de que empresas com investimentos de PE/VC geralmente adotam melhores estruturas de governança corporativa. No que diz respeito à composição do conselho de administração, as evidências encontradas são compatíveis com Gioielli(2008), Hotchberg(2004) e Gompers e Bakers (2003) para os grupos executivo e monitoramento. Assim, demonstrou-se que empresas investidas por PE/VC têm proporção menor de membros executivos e maior de membros de monitoramento, garantindo maior independência do conselho. Tendo sido o conselho a medida de governança utilizada, pode-se dizer que estas empresas portanto, têm melhor grau de governança corporativa medido no momento do IPO.

Quanto à dualidade CEO/Presidente do Conselho, não foram encontradas evidências conclusivas que PE/VC tenham influência sobre esta variável, mesmo segundo os modelos utilizados, empresas com PE/VC tendo menor probabilidade de apresentar esse acúmulo de funções.

Neste estudo foi testada a relação entre investimento de PE/VC e Governança Corporativa sob a ótica do conselho de administração. Todavia, existem ainda diversas questões a serem abordadas nesse sentido, tais como a qualidade do conselho de administração ou a percepção do mercado sobre empresas com relação a empresas com este tipo de investimento, como medido em Hotchberg(2004) ao testar a reação a adoção de *poison pills*. Os dados do mercado brasileiro possuem ainda, se comparados aos de países com mercados financeiros mais desenvolvidos, um histórico relativamente curto. Seria interessante no futuro, repetir os testes realizados nesse estudo, o de maquiagem contábil feito por Gioielli (2008) e compará-los com os estudos atuais para verificar eventuais mudanças nas relações apresentadas.

## Referências

BAKER, Malcolm; GOMPERS, Paula. **The determinants of board structure at The initial public offering**. 1999. 30 f. *Harvard University*. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=236035](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236035)>. Acesso em: 28 mai. 2009.

BEASLEY, Mark S. **An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud**. 1996. 24 f. *North Carolina State University*. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/248566>>. Acesso em: 28 mai. 2009.

ABVCAP. **Overview**. Overview do Setor. Disponível em: <[http://www.abvcap.com.br/Telas/Industria/Fundos\\_overview/Default.asp](http://www.abvcap.com.br/Telas/Industria/Fundos_overview/Default.asp)>. Acesso em: 01 nov. 2009.

GIOIELLI, Sabrina Patrocínio Ozawa. **Os gestores de private equity e venture capital influenciam a Governança corporativa das investidas? Evidências das Empresas estreadas na bovespa**. 2008. 106 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008. –

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. **Separation of ownership and control**. 1983. 33 f. *University of Chicago; Harvard Business School*. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94034](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034)>. Acesso em: 28 mai. 2009.

GREENE, William H. **Econometric analysis**. 4. ed Upper Saddle River: Prentice-Hall, 2000. 1004 p. Cap.20, pg 905-914.

GORMAN, Michael; SAHLMAN, William A. **What do venture capitalists do?** 1989. 231f. *Journal of Business Venturing*, v.4, n.4, p.231-248.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. **The effect of board composition and direct incentives on firm performance**. v. 20, n. 4, p. 101-112, Winter, 1991.

HOCHBERG, Yael V. **Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm**. 2003. 50 f. *Cornell University*, Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=474542](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474542)>. Acesso em: 28 mai. 2009.

IBMEC SÃO PAULO. **Normas para apresentação de trabalhos Acadêmicos**. Formato de apresentação; estrutura do texto; citação bibliográfica; referência bibliográfica. São Paulo, 2008.

RABELO, Flávio; SILVEIRA, José Maria da Silveira. **Estruturas de governança e governança corporativa:** avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. 1999. 24 f. IE/UNICAMP, Campinas, 1999.

TAVARES, P. C. A. ; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca . **Does Private Equity Work as a Quality Certification for IPOs in Brazil?**. In: IX ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2009, SÃO LEOPOLDO - RS. ANAIS DO IX ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2009