

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Vivian Menezes Sala

Relação entre governança corporativa e valor de mercado da ação

São Paulo
2010

Vivian Menezes Sala

Relação entre governança corporativa e valor de mercado da ação

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador:

Prof. Dr. Antonio Zoratto Sanvicente – Insper

**São Paulo
2010**

Vivian, Sala

Relação entre governança corporativa e valor de mercado da
ação / Vivian Sala. – São Paulo: Insper, 2010.
63 f.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper
Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Antonio Zoratto Sanvicente

1.Introdução 2. Materiais e Métodos 3. Resultados 4. Resumo
dos Resultados da Pesquisa 5. Conclusão 6. Referências 7. Anexo

Resumo

SALA, Vivian. Relação entre governança corporativa e valor de mercado da ação. São Paulo, 2010. 63p. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

A governança corporativa é um conjunto de mecanismos que visa minimizar os custos decorrentes do problema de agência. Este trabalho tem como objetivo avaliar se os mecanismos de governança exercem influência sobre o valor de mercado das companhias abertas brasileiras. A questão é descobrir se existe uma estrutura de governança melhor. Existem vários códigos de governança que foram elaborados com este intuito. No Brasil destacam-se os códigos do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Esta dissertação investiga se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias abertas brasileiras de 2006 a 2008 e se as companhias adequadas às recomendações do IBGC e da CVM alcançaram maior valor de mercado. Quatro variáveis de governança foram consideradas: número de membros externos compondo o conselho de administração (INDEP), tamanho do conselho (TOT), presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DEPC) e porcentagem de membros do conselho indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s) (RELPORCONT). Utilizou-se uma regressão múltipla entre a variável dependente de valor e as variáveis independentes de governança corporativa. A variável diretor executivo como presidente do conselho (DEPC) apresentou os resultados mais importantes, com evidência de que, em média, as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são mais valorizadas pelo mercado. Também encontramos um certo padrão para a variável porcentagem de conselheiros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário, uma relação negativa entre valor e esta variável (RELPORCONT). As demais variáveis testadas não apresentaram nenhum padrão consistente ao longo dos anos analisados.

Palavras-chave: governança corporativa, estrutura de propriedade, custo de agência.

Abstract

SALA, Vivian. Relationship between corporate governance and market value of assets . São Paulo, 2010. 63p. Monograph – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Corporate governance can be defined as a set of control mechanisms designed to minimize the costs deriving from managerial agency problem. This paper aims evaluating if governance mechanisms influence market value of listed companies in Brazil. The question is to find out if there is a better corporate governance structure for the firm. Several corporate governance codes were prepared with this purpose. In Brazil, we highlight the IBGC (Brazilian Institute of Corporate Governance) and the CVM (Brazilian Securities and Exchange Commission) codes. This dissertation investigates if the corporate governance structure was important to Brazilian listed companies from 2006 to 2008 and if the companies more adjusted to the IBGC and CVM recommendations achieved higher market value. Four governance variables were considered: number of external members composing the board (INDEP), board size (TOT), the separation of chief executive officer and chairman positions (DEPC) and percentage of board members designated by the major shareholder (RELPORCONT). The multiple regression method was applied between firm value dependent variable and corporate governance independent variables. The variable chief executive officer as chairman (DEPC) showed the most significant results, with evidence that, on average, companies that have different people holding the positions of CEO and chairman are most valued by the market. We also found a negative relationship between value and the variable percentage of directors appointed by the major shareholders (RELPORCONT). The other variables tested showed no consistent pattern over the years analyzed.

Keywords: corporate governance, ownership structure, agency cost.

Sumário

1 Introdução	10
1.1 Custos de Agência.	11
1.2 Estrutura de Propriedade.	13
1.3 Governança Corporativa.	13
1.4 Ambiente Legal.	15
2 Materiais e Métodos	16
2.1 Estimação por Mínimos Quadrados	16
2.1.1 Primeira Etapa.	16
2.1.2 Segunda Etapa.	17
2.2 Definição Teórica e Operacional das Variáveis	18
2.3 Resultados Esperados.	22
2.4 Valor de Mercado da Empresa	23
2.5 Governança Corporativa.	24
2.6 Estrutura de Governança Corporativa.	25
2.7 Outras Variáveis Coletadas.	25
2.8 Coleta dos Dados.	26
2.9 Modelo Esquemático.	28
3 Resultados.	28
3.1 Estatísticas Descritivas	28
3.2 Resultados 2006	34
3.2.1 Matriz de Correlações em 2006.	34
3.2.2 Primeira Etapa 2006.	36
3.2.3 Segunda Etapa 2006.	38
3.3 Resultados 2007	42
3.3.1 Matriz de Correlações em 2007.	42
3.3.2 Primeira Etapa 2007.	43
3.3.3 Segunda Etapa 2007.	45

3.4 Resultados 2008	48
3.4.1 Matriz de Correlações em 2008.	48
3.4.2 Primeira Etapa 2008.	50
3.4.3 Segunda Etapa 2008.	51
4 Resumo dos Resultados da Pesquisa.	55
5 Conclusão.	56
6 Referências.	60
7 Anexo.	61

Lista de Quadros

Quadro 1 – Variável dependente: medida de valor da empresa.	18
Quadro 2 – Variáveis independentes: medidas de governança corporativa.	19
Quadro 3 – Variáveis de controle.	19
Quadro 4 – Descrição do conselho de administração das empresas em 2006.	29
Quadro 5 - Descrição do conselho de administração das empresas em 2007.	29
Quadro 6 - Descrição do conselho de administração das empresas em 2008.	29
Quadro 7 – Composição do conselho de administração das empresas em 2006, 2007 e 2008, em número absoluto (interno=executivo da empresa)	29
Quadro 8 - Composição do conselho de administração das empresas em 2006, 2007 e 2008, em porcentagem (interno=executivo da empresa)	30
Quadro 9 – Porcentual das empresas com a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, para os anos de 2006, 2007 e 2008 (% dos casos de DEPC=1)	30
Quadro 10 – Distribuição dos membros internos do conselho, nos anos de 2006, 2007 e 2008.	30
Quadro 11 – Porcentual de empresas com presença de acordo de acionistas, para os anos de 2006, 2007 e 2008.	30
Quadro 12 – Estrutura de propriedade das empresas, para os anos de 2006, 2007 e 2008. ...	30
Quadro 13 – Distribuição acionária, ano de 2006.	31
Quadro 14 - Distribuição acionária, ano de 2007.	31
Quadro 15 - Distribuição acionária, ano de 2008.	31
Quadro 16 – Correlações entre as variáveis de governança no ano de 2006.	34
Quadro 17 - Correlações entre as variáveis de governança e valor no ano de 2006.	35
Quadro 18 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2006, usando transformação logarítmica de TOT.	36
Quadro 19 - Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2006, sem usar a transformação logarítmica de TOT.	37
Quadro 20 - Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2006, usando transformação logarítmica de TOT.	39
Quadro 21 - Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2006, sem usar a transformação logarítmica de TOT. ...	39

Quadro 22 – Relação entre a variável valor e variável tamanho do conselho para o ano de 2006.	41
Quadro 23 - Correlações entre as variáveis de governança no ano de 2007.	42
Quadro 24 - Correlações entre as variáveis de governança e valor no ano de 2007.	43
Quadro 25 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2007, usando a transformação logarítmica de TOT.	43
Quadro 26 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2007, sem usar a transformação logarítmica de TOT.	44
Quadro 27 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2007, usando a transformação logarítmica de TOT.	45
Quadro 28 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2007, sem usar a transformação logarítmica de TOT. ...	46
Quadro 29 – Relação entre a variável valor e variável tamanho do conselho para o ano de 2007.	47
Quadro 30 - Correlações entre as variáveis de governança no ano de 2008.	48
Quadro 31 - Correlações entre as variáveis de governança e valor no ano de 2008.	49
Quadro 32 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2008, usando a transformação logarítmica de TOT.	50
Quadro 33 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2008, sem usar a transformação logarítmica de TOT.	51
Quadro 34 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2008, usando a transformação logarítmica de TOT.	52
Quadro 35 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2008, sem usar a transformação logarítmica de TOT. ...	52
Quadro 36 – Relação entre a variável valor e variável tamanho do conselho para o ano de 2008.	54
Quadro 37 – Resumo dos resultados da pesquisa.	55
Quadro 38 – Sinais esperados nas estimações.	55

Lista de Figuras

Figura 1 – Relação ótima entre a variável valor da empresa e a variável tamanho do conselho em 2006.	38
Figura 2 – Relação ótima entre a variável valor da empresa e a variável tamanho do conselho em 2007.	45
Figura 3 – Relação ótima entre a variável valor da empresa e a variável tamanho do conselho em 2008.	51

1. Introdução

O tema governança corporativa vem ganhando cada vez mais importância tanto no mercado quanto no mundo acadêmico, devido à recente e contínua sofisticação do mercado de capitais brasileiro. Como mudanças ocorridas nos últimos tempos, podemos destacar a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1995, as novas regulamentações estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o lançamento em 2001 pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) de uma classificação de níveis diferenciados de governança corporativa das empresas¹.

Essas mudanças nos indicam que o mercado de forma geral espera que haja agregação de valor às empresas e, portanto, aumentos de riqueza para os investidores, com a adoção de boas práticas de governança corporativa, e é por isso que estão sendo criados inúmeros incentivos para a adoção destas práticas. Se isso for verdade, a adesão de melhores práticas de governança corporativa poderia tornar nossas empresas mais eficientes e ajudar no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

O atual trabalho vem a ser uma atualização de Silveira (2006), em que se procurou entender melhor o relacionamento entre governança corporativa e valor e desempenho das empresas no Brasil. Grande parte do trabalho segue os mesmos passos do trabalho citado acima, com algumas modificações, envolvendo atualização dos dados e aprimoramento da metodologia utilizada.

A nossa principal medida de governança corporativa é a composição do conselho de administração e este por si só está diretamente ligado à estrutura de propriedade da empresa. Utilizamos como base os conceitos estabelecidos pela CVM e pelo IBGC do que é considerada uma boa prática de governança corporativa.

O atual trabalho tem como objetivo principal verificar se o valor de mercado das empresas se relaciona com as suas estruturas de governança corporativa, mais especificamente via características do conselho de administração. Isso é feito em dois passos. O primeiro é verificar se existe uma relação significativa entre governança corporativa e valor de mercado das ações das empresas da amostra. Caso exista uma relação significativa estatisticamente entre as variáveis citadas anteriormente, então migramos para o segundo

¹ As empresas são classificadas em níveis 1 ou 2 de acordo com o comprometimento da empresa com algumas práticas societárias.

passo. O segundo passo consiste em averiguar se o relacionamento existente está de acordo com os conceitos pré-estabelecidos pela CVM e pelo IBGC.

Podemos citar um dos principais trechos da cartilha publicada pela CVM em junho de 2002: “ *O conselho de administração deve atuar de forma a proteger o patrimônio da companhia, perseguir a consecução de seu objeto social e orientar a diretoria a fim de maximizar o retorno do investimento, agregando valor ao empreendimento. O conselho de administração deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia.*”. Esses conceitos podem ser melhor vistos na quarta edição dos Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC e na cartilha de 2002 da CVM acima citada. Fazendo isso, estaremos contribuindo para enriquecer a discussão sobre o tema em questão, ajudando no seu desenvolvimento.

1.1 Custos de Agência

Jensen (2003) define *agency relationship* como um contrato em que o principal indica outra pessoa, o agente, para fazer algum tipo de serviço em seu nome, que envolva algum processo de tomada de decisão por parte do agente. Se as duas partes dessa relação são maximizadoras de utilidade, então existem bons motivos para acreditar que o agente não agirá sempre de acordo com o melhor interesse do principal. O principal pode tentar diminuir essa divergência de interesses estabelecendo incentivos apropriados nos contratos e também através do monitoramento das atividades do agente. Entretanto, é quase impossível que o agente, a custo zero, tome decisões que irão maximizar o bem-estar do principal. A quantidade de dinheiro equivalente à redução do bem-estar do principal, resultante desta divergência de interesses, é o chamado custo de agência.

Define-se custo de agência, ainda segundo Jensen (2003), como a soma de:

1. Custos de criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
2. Custos de monitoramento pelo principal;
3. Gastos dos agentes para demonstrar seu bom desempenho ao principal;
4. Perdas residuais, decorrentes de eventual perda de riqueza que o principal pode vir a sofrer devido a divergências entre as decisões tomadas pelo agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal.

Nota-se como o relacionamento entre acionistas e gestores se encaixa dentro do problema de agência quando ocorre a separação entre propriedade e controle, com os gestores (ou

acionistas majoritários) tomando o lugar do agente e os acionistas (ou acionistas minoritários) no lugar do principal.

Segundo Jensen e Meckling (1976), o conflito entre gestores e acionistas não é a única forma de custo de agência. Entretanto, é provável que o conflito de agência mais importante venha do fato de que, ao cair a participação do gestor no capital, reduz-se o seu incentivo de dedicar esforços para atividades consideradas “criativas”, como a busca de novos empreendimentos rentáveis. Pode-se até começar a evitar esses novos empreendimentos pelo simples fato de seu gerenciamento ser muito trabalhoso ou pela dificuldade de aprender sobre novas tecnologias utilizadas, ou por aversão a risco. Temos assim que o valor da empresa pode ser substancialmente menor do que deveria ser por causa deste tipo de conflito.

Vale notar ainda que, conforme Silveira (2006), estamos considerando somente os custos de agência referentes ao potencial de expropriação da riqueza dos investidores por parte dos gestores em uma situação em que há separação entre controle e propriedade ou em uma situação em que os acionistas majoritários são os próprios gestores ou exercem grande poder sobre os mesmos e podem tomar decisões que prejudicam os acionistas minoritários.

Existem outras correntes que tratam o problema de agência sob uma ótica diferente, como o modelo de equilíbrio dos interesses dos *stakeholders*², que não será abordado no atual trabalho. Segundo essa abordagem, a função-objetivo da empresa seria maximizar o bem-estar de todos os *stakeholders* juntos. A teoria aqui referida pode ser encontrada com maiores detalhes em Jensen (2001), Freeman e Mc Vea (2000) e Sternberg (1999). O motivo pelo qual não foi usada essa abordagem é o mesmo relatado por esses autores. Como a função-objetivo incorpora todos os agentes ligados à empresa, ela se torna muito conflituosa, não dando prioridade aos interesses dos acionistas. Nesse caso, a gestão da empresa tem grandes chances de ser ineficiente, já que ela visa beneficiar a todo um grupo. Outro ponto importante é quanto à implementação dessa teoria. A questão seria como identificar quem são os *stakeholders* da companhia, seu grau de relevância para a empresa e seus objetivos, e como alinhar os objetivos desses *stakeholders* com os objetivos da empresa, de forma que a função-objetivo consiga considerar tanto o bem-estar da empresa quanto o bem-estar dos *stakeholders*, maximizando o bem-estar social.

No atual trabalho a função-objetivo adotada é a maximização da riqueza dos acionistas, pois partimos do pressuposto de que a principal responsabilidade dos executivos é

² *Stakeholders* são todos os indivíduos ou grupos que podem afetar ou ser afetados de forma substancial pelo bem-estar da empresa, como acionistas, clientes, empregados, fornecedores, credores etc.

criar valor para os acionistas, sendo mais eficiente existir um propósito específico da corporação tendo clareza na função-objetivo adotada.

1.2 Estrutura de Propriedade

Existem duas formas distintas de estrutura de propriedade. A primeira é a chamada estrutura de propriedade pulverizada, em que o problema de agência ocorre basicamente entre acionistas e executivos. A segunda é a estrutura de propriedade concentrada, em que o problema de agência ocorre entre os próprios acionistas, controladores e minoritários. Nas empresas brasileiras podemos notar uma presença mais significativa do segundo caso de estrutura de propriedade, segundo Silveira (2006).

A forma na qual se dá a estrutura de propriedade da empresa traz consigo a forma com a qual será estruturado o conselho de administração. Temos assim que uma maior concentração da estrutura de propriedade pode estar ligada a uma menor autonomia do conselho.

No Brasil, por exemplo, temos uma alta concentração da propriedade e do controle. Isso se deve principalmente à grande emissão de ações preferenciais, que dão a seus detentores direitos sobre os fluxos de caixa, mas não dão direito a voto, ou seja, propriedade sem controle.

Para Silveira (2006), no caso brasileiro não existe nenhum benefício na nossa estrutura de propriedade, pois até seria possível pensar que a concentração do controle nas mãos dos acionistas majoritários faria com que grande parte do problema de agência fosse resolvido, já que não teríamos conflitos de interesses. Em suas palavras, “*grandes acionistas podem contornar o problema de agência, pois possuem tanto interesse na maximização do valor quanto poder suficiente para ter seus interesses respeitados*” (SILVEIRA, 2006, p. 71). O problema encontrado no Brasil é que a grande emissão de ações preferenciais permite que acionistas majoritários mantenham o controle com uma participação menor no capital da empresa, fazendo com que o problema de agência se amplifique.

1.3 Governança Corporativa

A governança corporativa tem como principal objetivo reduzir o conflito de agência entre acionistas e gestores, ou seja, a expropriação de acionistas por parte dos gestores. O problema de agência ocorre quando as pessoas que gerem a empresa, tomando suas principais decisões, não possuem participação no capital da empresa, ou quando essa participação difere muito entre os acionistas. Dentro deste contexto, os gestores podem tomar decisões que

maximizam o seu benefício pessoal em vez de maximizar o bem-estar da empresa e por conseqüência de seus acionistas. Ou os acionistas majoritários podem tomar decisões em benefício próprio esquecendo-se dos acionistas minoritários.

Segundo Silveira (2006), governança corporativa é o conjunto de mecanismos de incentivo e controle que visam harmonizar a relação entre acionistas e gestores por meio da redução dos custos de agência, numa situação em que ocorre a separação entre propriedade e controle. Assim, a governança corporativa busca alinhar a tomada de decisão por parte dos gestores, que buscam maximizar a sua utilidade pessoal, com a tomada de decisão que maximiza a riqueza dos acionistas.

O lógico nesse caso seria buscar encontrar uma estrutura de propriedade que tornasse a governança corporativa a mais eficiente possível. Segundo Silveira (2006), essa estrutura ótima faria com que o valor da empresa, caso fosse operada de forma ótima, fosse o mesmo que o avaliado pelo mercado.

O conselho de administração é o principal mecanismo interno para fazer valer os interesses dos acionistas, e alinhar desta forma a tomada de decisão por parte dos gestores com os interesses dos acionistas. Assim, é por isso que a composição do conselho de administração é o ponto-chave do atual trabalho.

Um grande avanço no sentido de melhorar o papel e a formação do conselho de administração foi a nova lei das S.A.s, Lei nº 10.303, de 2001, que visa promover uma maior proteção dos direitos dos acionistas ordinários minoritários e preferenciais. Entre as principais contribuições da nova lei das S.A.s, podemos citar:

- A obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos acionistas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária a porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão e aquisição;
- A obrigatoriedade de o adquirente do controle da companhia aberta realizar oferta pública de aquisição de ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, assegurando a esses minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle;
- O direito dos preferencialistas elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;

- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, em vez de 67% anteriores, para sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- A possibilidade de o estatuto social prever arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas minoritários, propiciando uma forma mais rápida para a solução de conflitos.³

Como podemos ver, a nova lei das S.A.s trouxe com ela grande preocupação com a existência do problema de agência entre acionistas minoritários e majoritários. Em suma, temos que essas medidas devem ajudar a contribuir decisivamente para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro. Medidas como essas criam uma espécie de círculo virtuoso no próprio mercado de capitais, já que os acionistas minoritários, se sentindo mais seguros, aumentam sua disposição de pagar pelas ações, diminuindo o custo de capital da empresa e esta por consequência se sente mais motivada para usar o próprio mercado como alternativa de capitalização.

1.4 Ambiente Legal

Segundo Jensen e Meckling (1976), a especificação dos direitos de propriedade determina como custos e recompensas serão alocados entre os participantes de uma organização. Como a especificação destes direitos é geralmente feita na contratação, o comportamento dos indivíduos em uma organização, incluindo aqui os gestores, dependerá da natureza destes contratos. O importante é analisar as implicações comportamentais dos direitos de propriedade especificados nos contratos entre acionistas e gestores.

Para La Porta *et al.*(1998), a chave da diferença entre os diversos níveis de governança corporativa entre os países, especificamente devido à diferença de estruturas de propriedade, é o ambiente legal em que estas empresas estão inseridas. Se os investidores estão sob um regime legal eficiente não há necessidade de se ter uma estrutura de propriedade concentrada, pois os direitos de todos os acionistas estarão garantidos.

No caso brasileiro, o modelo de governança corporativa é o de estrutura de propriedade concentrada com participação ativa dos grandes acionistas, como uma resposta ao ambiente legal brasileiro, no qual os direitos não são protegidos. Existe no nosso caso uma necessidade de exercer efetivamente o controle sobre o investimento feito para que não haja expropriação de riqueza.

³ Trechos da Lei das S.A.s, Lei nº 10.303, de 2001, são reproduzidos no Anexo, ao final deste trabalho.

2. Materiais e Métodos

O trabalho investiga o possível relacionamento entre variáveis de governança corporativa e valor das empresas coletadas. Para isso estimamos uma equação principal, em que a variável dependente é o valor de mercado das ações e as variáveis independentes são medidas de governança corporativa.

A análise estatística envolve a estimação de equações econométricas para os anos de 2006, 2007 e 2008. Fazemos a estimação em duas etapas. A primeira regressão feita é a da variável valor contra apenas as variáveis de governança corporativa. A segunda etapa consiste em uma regressão da variável valor contra todas as variáveis coletadas, incluindo as de governança e as de controle. Ambas as estimações foram feitas de duas formas distintas: uma usando o logaritmo natural do tamanho do conselho, tanto para o termo linear quanto para o termo quadrático, e outra usando o tamanho do conselho, em número absoluto, na forma linear e na forma quadrática. Para a estimação dos coeficientes, utilizamos o método de estimação por mínimos quadrados ponderados pelo desvio-padrão da receita operacional de cada ano respectivamente. Desta forma, corrigimos o problema de heterocedasticidades nos dados.

A amostra da análise é composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) nos anos de 2006, 2007 e 2008. Após a aplicação de tal critério, obtiveram-se 344 empresas como possíveis candidatas para cada ano.

Durante a coleta dos dados, algumas empresas não apresentaram dados suficientes para a confecção de todas as variáveis, reduzindo o tamanho da amostra para 329 no ano de 2006, 332 no ano de 2007 e 335 no ano de 2008. No total foram coletadas 996 observações.

Foram utilizados dados secundários referentes ao valor de mercado das ações, informações contábeis, variáveis de governança e demais variáveis de controle. Estas informações estão disponíveis nos sistemas de informações Econômica Ltda e Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários.

2.1 Estimação por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)

2.1.1 Primeira Etapa

A primeira etapa consiste em fazer duas regressões, ambas regredindo a variável valor contra apenas as variáveis de governança corporativa. Na primeira regressão, deixamos todas as variáveis na forma linear, e para isso, usamos o logaritmo natural tanto para o tamanho do conselho quanto para o seu tamanho ao quadrado. Na segunda regressão, não utilizamos nenhuma forma de transformação. Vale lembrar que em ambas as equações o desvio-padrão da receita operacional para controlar a heterocedasticidade nos dados.

Regressões estimadas:

$$MBR_{jt} = C_{jt} + \beta_{1jt} DEPC_{jt} + \beta_{2jt} INDEP_{jt} + \beta_{3jt} \log(TOT_{jt}) + \beta_{4jt} \log(TOT_{jt})^2 + \beta_{5jt} RELPORCONT_{jt} + U_{jt}$$

com $t = 2006, 2007$ e 2008 e $j = 1, \dots, n$ (1)

$$MBR_{jt} = C_{jt} + \beta_{1jt} DEPC_{jt} + \beta_{2jt} INDEP_{jt} + \beta_{3jt} TOT_{jt} + \beta_{4jt} TOT_{jt}^2 + \beta_{5jt} RELPORCONT_{jt} + U_{jt}$$

com $t = 2006, 2007$ e 2008 e $j = 1, \dots, n$ (2)

onde:

MBR = *Market to book ratio*;

C = constante;

DEPC = diretor executivo como presidente do conselho;

INDEP = número de membros do conselho externos à empresa;

TOT = tamanho do conselho de administração;

RELPORCONT = porcentagem dos componentes do conselho de administração indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es);

U = termo erro que capta o componente não sistemático, isto é, a parcela do MBR não explicada pelo modelo.

2.1.2 Segunda Etapa

A segunda etapa consiste na regressão da variável valor de mercado da empresa contra as variáveis de governança e as variáveis de controle, ou seja, regredimos a variável valor contra todas as variáveis coletadas no trabalho. Assim como na primeira etapa, fizemos a regressão de duas formas distintas. Uma usando a transformação logarítmica para a variável tamanho do conselho e tamanho do conselho ao quadrado, e outra usando a variável tamanho sem nenhum tipo de transformação. A única variável de controle que não foi utilizada nas duas regressões feitas foi o percentual de ações ordinárias dos participantes do acordo de acionista, SHARE, pois ao inclui-lá no modelo, as demais variáveis se tornavam

automaticamente insignificantes nos três anos de análise. Provavelmente isso se deve ao problema de multicolineariedade entre as variáveis.

Regressões estimadas:

$$MBR_{jt} = C_{jt} + \beta_{1jt} DEPC_{jt} + \beta_{2jt} INDEP_{jt} + \beta_{3jt} \ln(TOT_{jt}) + \beta_{4jt} \ln(TOT_{jt})^2 + \beta_{5jt} RELPORCONT_{jt} + \beta_{6jt} REC_{jt} + \beta_{7jt} VOLU_{jt} + \beta_{8jt} FCFF_{jt} + \beta_{9jt} FCFF_{jt}^2 + \beta_{10jt} ET_{jt} + \beta_{11jt} ONPN + \beta_{12jt} ON + U_{jt}$$

com t = 2006, 2007 e 2008 e j = 1,...n

(3)

$$MBR_{jt} = C_{jt} + \beta_{1jt} DEPC_{jt} + \beta_{2jt} INDEP_{jt} + \beta_{3jt} TOT_{jt} + \beta_{4jt} TOT_{jt}^2 + \beta_{5jt} RELPORCONT_{jt} + \beta_{6jt} REC_{jt} + \beta_{7jt} VOLU_{jt} + \beta_{8jt} FCFF_{jt} + \beta_{9jt} FCFF_{jt}^2 + \beta_{10jt} ET_{jt} + \beta_{11jt} ONPN + \beta_{12jt} ON + U_{jt}$$

com t = 2006, 2007 e 2008 e j = 1,...n

(4)

onde:

MBR = *Market to book ratio*;

C = constante;

DEPC = diretor executivo como presidente do conselho;

INDEP = número de membros do conselho externos à empresa;

TOT = tamanho do conselho de administração;

RELPORCONT = porcentagem dos componentes do conselho de administração indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es);

REC = receita operacional;

VOLU = volume em dinheiro negociado das ações no período analisado;

FCFF = fluxo de caixa livre da empresa;

ET = grau de endividamento da empresa;

ONPN = percentual de ações, ordinárias e preferenciais, do(s) acionista(s) controlador(es);

ON = percentual de ações ordinárias do(s) acionista(s) controlador(es);

U = termo erro que capta o componente não sistemático, isto é, a parcela do MBR não explicada pelo modelo.

2.2 Definição Teórica e Operacional das Variáveis

Quadro 1 - Variável dependente: medida de valor da empresa

Descrição	Legenda
Valor da empresa	MBR

Quadro 2 - Variáveis independentes: medidas de governança corporativa

Descrição	Legenda
Número de membros do conselho externos à empresa ⁴	INDEP
Tamanho do conselho de administração	TOT
Diretor executivo como presidente do conselho	DEPC
Porcentagem dos componentes do conselho indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es)	RELPORCONT

Fazemos o uso de variáveis de controle com base no trabalho de Silveira (2006), que indica que elas também ajudam a explicar a variável dependente, *Market to book ratio*.

Quadro 3 – Variáveis de controle

Descrição	Legenda
Percentual das ações ⁵ em poder do(s) acionista(s) controlador(es)	ONPN
Percentual de ações ordinárias em poder do(s) acionista(s) controlador(es)	ON
Fluxo de caixa livre	FCFF
Dívida total sobre ativo total	ET
Receita operacional	REC
Volume negociado	VOLU

A variável escolhida para representar o valor da empresa, variável dependente da equação, é o *Market to book ratio*. Esse indicador é definido pela razão entre o valor de mercado da empresa e o seu valor contábil, fornecendo um indicador de comparação entre os dois valores anteriores. Conseguimos avaliar, desta forma, quanto a mais ou a menos o mercado avalia a empresa em relação ao seu valor contábil. Quanto maior essa razão melhor é a avaliação feita pelo mercado. Como supomos que a governança corporativa melhora a “imagem” da empresa perante o mercado, e reduz custos de agência, temos que, quanto melhores forem as práticas de governança, maior será o valor de mercado da empresa e, por consequência, a razão fornecida pelo *Market to book ratio*.

As variáveis escolhidas para explicar de que forma a governança corporativa afeta o valor da empresa são: INDEP, TOT, DEPC e RELPORCONT. A variável “independência do conselho de administração”, ou seja, número conselheiros externos à empresa (INDEP), foi escolhida devido à sua grande relevância nos códigos de governança. Para a boa governança

⁴ Ou seja, quantidade de conselheiros do tipo 2, conforme classificação da CVM.

⁵ Ações ordinárias e preferenciais.

corporativa, é primordial um conselho de administração composto em sua maioria por membros externos à companhia, como forma de melhorar a tomada de decisão e agregar valor à empresa. Segundo os códigos de governança, um conselho é considerado independente se metade mais um membro são externos a empresa. O ideal nesse caso seria que o único membro interno do conselho fosse o próprio diretor executivo e os membros restantes externos. Nesse sentido, o objetivo do trabalho é ver se existe uma relação causal que comprove que conselhos com predominância de membros externos (conselheiros independentes) agregam valor às empresas, o que vem de encontro com a sabedoria convencional.

Em relação ao tamanho do conselho (TOT), a literatura sugere que existe um número ótimo de membros para o conselho, e que esse número varia entre 5 e 8 membros. A justificativa para isso é que, com o aumento do número de componentes, a produtividade dos mesmos decai. Para Jensen (2003), quando o número de conselheiros é superior a 7 ou 8, diminuem as chances do conselho funcionar eficientemente e aumentam as chances de ser controlado pelo diretor executivo. É por isso que foi incluído no modelo um termo quadrático para o tamanho do conselho, que capta o efeito descrito.

A variável diretor executivo como presidente do conselho, DEPC, variável binária, tem como função selecionar as empresas nas quais o diretor-executivo é o presidente do conselho. Uma das tarefas mais importantes do conselho é selecionar, monitorar e eventualmente substituir o diretor executivo da empresa. Logo, para que o conselho consiga cumprir suas obrigações de maneira eficiente é necessário que o diretor executivo e o presidente do conselho não sejam a mesma pessoa.

Por último, a variável porcentagem de membros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s), RELPORCONT, também é um indicador de independência do conselho pois, quanto maior for o percentual de membros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es), menos independente será considerado o conselho, já que mesmo que estes membros sejam externos à empresa, a sua entrada no conselho via acionista majoritário faz com que suas decisões sejam viesadas em favor do(s) acionista(s) controlador(es).

Em relação às variáveis de controle temos: ONPN, ON, FCFF, ET, REC e VOLU. A variável ONPN fornece a proporção de ações nas mãos do(s) acionista(s) controlador(es). Esta variável inclui tanto as ações com direito a voto (ordinárias), quanto as ações somente com direito aos fluxos de caixa (preferenciais). Como esta variável indica o grau de concentração das ações como um todo nas mãos do(s) acionista(s) controlador(es), temos que, quanto maior for o grau desta concentração, menor será o valor esperado da empresa, pelo fato da alta

concentração não ser bem vista aos olhos da boa governança corporativa, já que aumentam as chances de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos majoritários. A inclusão das ações preferenciais nessa variável faz com que o(s) acionista(s) majoritário(s) tenha(m) que fazer um investimento maior na empresa para conseguir o controle. Logo, isso ajuda na redução do conflito de agência, o que faz com que acreditemos que esse coeficiente será negativo, mas quantitativamente menor que o apresentado a seguir.

A variável ON só fornece a proporção de ações ordinárias nas mãos do(s) acionista(s) controlador(es). Como essas ações dão ao acionista direito a voto, esperamos que, quanto maior seja esta concentração, pior é a qualidade da governança corporativa e, por consequência, o valor da empresa, e que o coeficiente dessa variável seja quantitativamente maior que o da variável anterior, que inclui as ações preferenciais que não dão direito a voto.

O fluxo de caixa livre da empresa (FCFF) pode ter diversas utilizações. Quanto maior for o fluxo de caixa livre, maior será o montante de dinheiro que poderá ser gasto pelo livre arbítrio do gestor. Segundo Silveira (2006), maiores serão os benefícios privados potenciais do controle na forma, por exemplo, de consumo de privilégios.

A alavancagem financeira da empresa, representada pela variável ET, indica o grau de endividamento da empresa. Em Lameira *et al.* (2007), temos que a dívida pode diminuir o conflito de agência surgido em função da existência de fluxos de caixa livres ou devido à política de dividendos posta em prática pela empresa. Nesse sentido, existiria um *trade-off* entre aumento da dívida e redução do risco de oportunismo por parte dos gestores; logo, como o endividamento reduz o fluxo de caixa livre, ele se torna benéfico, por este ponto de vista. Temos assim, que o grau de alavancagem financeira, aumenta o valor da empresa via redução do fluxo de caixa livre.

O endividamento beneficia os investidores, na medida que o retorno esperado por um investidor cresce com o montante do endividamento, mas embora o retorno esperado aumente o risco também se eleva. O uso de capital de terceiros exerce pressão sobre a empresa, pois o pagamento de juros e principal representam obrigações. Se essas obrigações não forem pagas, a empresa poderá sofrer risco de alguma espécie de dificuldade financeira. A dificuldade financeira extrema é a falência. Logo existe um *trade-off* no uso do capital de terceiros, já que mostramos que os custos de falência, mais genericamente, os custos de dificuldades financeiras tendem a compensar as vantagens proporcionadas pelo uso de capital de terceiros, como o do benefício fiscal e a queda do fluxo de caixa livre.

Segundo Modigliani & Miller (1963) o valor de mercado da empresa é definido como sendo o valor atual líquido do fluxo de rendimentos, adicionado do valor atual líquido dos

benefícios fiscais do endividamento. Sendo T_c a alíquota do imposto de renda e B o valor da dívida, o valor da firma alavancada poderia ser representado da seguinte forma:

$$V_L = V_U + T_c * B \quad (5)$$

Nessa situação, o valor da empresa pode ser maximizado com o uso de dívida. Aqui estamos considerando apenas os pontos positivos do endividamento. Com base nesse argumento, e conforme Lameira *et al.* (2007), quanto maior for o endividamento da firma, maior será o benefício fiscal da dívida e por consequência maior o valor da empresa e das ações⁶.

A receita operacional, REC, é usada como uma forma de medirmos o tamanho da empresa analisada. Espera-se que, quanto maior for a empresa, menor será a concentração da estrutura de propriedade. À medida que a empresa cresce fica cada vez mais difícil para os controladores manterem uma proporção elevada do capital total da empresa. Pensando por esta perspectiva, quanto maior for o tamanho da empresa maior será o seu valor.

Para Silveira (2006), o tamanho da empresa influencia a governança corporativa de duas formas opostas. Na primeira forma, empresas maiores apresentam normalmente maiores fluxos de caixa livres, o que normalmente acarreta maiores problemas de agência. Empresas menores tendem a crescer mais, e, portanto ter mais necessidade de capital externo, tendo maiores incentivos para adotar melhores práticas de governança. A outra visão existente é a de que empresas maiores dispõem de mais recursos para implementar as práticas recomendadas de governança. Desta forma, o atual trabalho pretende verificar a existência desses efeitos, e avaliar qual deles seria maior.

Por último temos a variável volume negociado em dinheiro no período analisado (VOLUME). Espera-se que empresas com maior volume negociado possuam uma maior probabilidade de ter suas cotações adequadas ao valor de mercado. Nesse caso, não visamos obter uma relação positiva ou negativa entre a variável volume e a variável valor de mercado. Sabe-se que quanto maior o volume negociado maior a veracidade do valor de mercado obtido pelo *Market to book ratio*, ou seja, mais confiável será o resultado da estimação.

2.3 Resultados Esperados

Partimos do pressuposto de que a governança corporativa é relevante na determinação do valor de mercado da empresa, e que empresas que apresentam melhores práticas de

⁶ Para maiores detalhes, vide NESS e ZANI (2001).

governança corporativa, sob os critérios do IBGC, tendem a apresentar melhores resultados também.

Sob a hipótese feita acima, espera-se que o coeficiente da variável número de conselheiros externos à empresa (INDEP) seja positivo e significativo estatisticamente. Em relação ao tamanho do conselho (TOT), existe o pensamento de que existe uma faixa ideal para o número de componentes do conselho de administração e que qualquer número fora dessa faixa atrapalharia boas práticas de governança corporativa, retirando valor da empresa. Dessa forma, foi incluído um termo quadrático para o tamanho do conselho a fim de captar esse efeito. Foram usados também os logaritmos destas duas variáveis para torná-las contínuas, de acordo com o resto das variáveis. Logo, espera-se que o coeficiente linear do tamanho do conselho seja positivo e significativo e que o coeficiente quadrático seja negativo e estatisticamente significativo⁷.

Espera-se que o coeficiente da variável diretor executivo como presidente do conselho (DEPC) seja negativo e estatisticamente significativo, confirmando a hipótese de que a presença de uma mesma pessoa ocupando o cargo de diretor executivo e presidente do conselho reduz o valor da empresa.

Finalmente, espera-se que o coeficiente da variável porcentagem de conselheiros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es) (RELPORCONT) seja negativo e estatisticamente significativo, corroborando a suposição de que membros do conselho indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s) atrapalham na independência do conselho, tornando-o menos eficiente, e reduzindo o valor da empresa.

2.4 Valor de Mercado da Empresa

No atual estudo é utilizado o indicador *Market to book ratio*, que é uma aproximação do Q de Tobin. Devido à dificuldade de cálculo do Q de Tobin, optamos por definir o nosso indicador de valor de mercado das ações da empresa da seguinte forma:

$$\text{Market_to_book_ratio} = \frac{AT - PL + MEQ}{AT}$$

$$\text{Market_to_book_ratio} = \frac{\text{book_debt} + \text{market_equity}}{\text{ativo_total}} \cong \frac{\text{market_value_of_assets}}{\text{ativo_total}}$$

$$\text{Market_to_book_ratio} \cong \frac{\text{valor_de_mercado_da_empresa}}{\text{ativo_total}},$$

⁷ Ou seja, espera-se que o tamanho do conselho melhore o nível de governança corporativa, mas de forma decrescente.

onde:

AT = ativo total;

PL = patrimônio líquido;

AT-PL = *book debt*⁸;

MEQ = *market equity*⁹.

A razão fornecida pelo *Market to book ratio* mostra como o mercado avalia a empresa, acima ou abaixo, em relação ao seu valor contábil. Temos assim que, quanto maior o *Market to book ratio*, maior é o valor atribuído pelo mercado em relação ao valor contábil da empresa. Como supomos que a governança corporativa melhora a “imagem” da empresa e reduz custos de agência, agregando valor a ela, temos que melhores práticas de governança corporativa implicariam em maiores razões *Market to book*.

2.5 Governança Corporativa

No atual trabalho são utilizadas quatro variáveis relacionadas às características do conselho de administração, conforme descritas abaixo:

- Independência do conselho de administração – quantidade de administradores do tipo 2¹⁰, ou seja, quantidade de participantes que pertencem somente ao conselho de administração (INDEP).
- Tamanho do conselho – número total de membros do conselho, ou seja, número de membros efetivos mais o presidente (TOT).
- Presença do diretor executivo ocupando o cargo de presidente do conselho de administração da empresa (DEPC); essa característica é representada por uma variável binária em que:

DEPC = 1, se os cargos de diretor executivo e presidente do conselho são ocupados pela mesma pessoa, isto é, se os cargos são unificados;

DEPC = 0, se os cargos são ocupados por pessoas distintas.

- Número de pessoas componentes do conselho indicadas pelo controlador para compor o conselho (PORCONT). Na estimação, é usado esse número dividido pelo tamanho

⁸ É o equivalente ao passivo da empresa.

⁹ É o equivalente ao valor de mercado das ações no patrimônio líquido da empresa.

¹⁰ A CVM também separa os administradores em administradores do tipo 1 e do tipo 3. Administradores do tipo 1 são aqueles membros apenas da diretoria, e administradores do tipo 3 são aqueles que pertencem tanto à diretoria quanto ao conselho de administração.

do conselho para obtermos um percentual de indicação (RELPORCONT), como mostrado abaixo:

$$RELPORCONT = \frac{PORCONT}{TOT}$$

2.6 Estrutura de Governança Corporativa

Baseando-nos na hipótese de que empresas com estruturas de conselho de administração mais direcionadas aos critérios estabelecidos pelo IBGC apresentariam melhores práticas de governança corporativa, em termos das variáveis que utilizamos para medir esse grau de adequabilidade, seria ideal:

- Ter o maior número possível de administradores do tipo 2;
- Tamanho do conselho de administração variando de 5 a 8 membros;
- Pessoas distintas ocuparem os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração;
- A maior porcentagem possível de membros não indicados pelo controlador.

2.7 Outras Variáveis Coletadas

As variáveis de controle foram escolhidas de acordo com a sua suposta relação com a variável dependente, como demonstrado em Silveira (2006). Sendo assim, é necessário que essas variáveis sejam incluídas no modelo para que não haja problema de variáveis omitidas, o que causaria viés e inconsistência nos estimadores. A única variável de controle que não foi incluída nas estimações foi a variável SHARE, já que a sua inclusão acarreta na não significância estatística das demais variáveis de controle devido ao problema de multicolineariedade nos dados. Mas como a utilizamos nas descrições estatísticas, optamos por mantê-la nesse item, para melhor compreensão do leitor.

- (ONPN) Porcentual de ações, ordinárias e preferenciais, do(s) acionista(s) controlador(es) - soma do porcentual das ações que estão em poder do(s) acionista(s) controlador(es);
- (ON) Porcentual de ações ordinárias do(s) acionista(s) controlador(es) – soma do porcentual das ações ordinárias que estão em poder do(s) acionista(s) controlador(es);
- Presença de acordo de acionistas – representado por uma variável binária em que:

ACORDO = 1, caso a empresa possua acordo de acionistas;

ACORDO = 0, caso a empresa não possua acordo de acionistas;

- (SHARE) Porcentual de ações ordinárias dos participantes do acordo de acionistas – soma do porcentual de ações ordinárias do(s) acionista(s) pertencente(s) ao acordo de acionistas. Caso a empresa não possua acordo de acionistas, este porcentual será igual ao valor de ON. Temos assim, que se ACORDO = 0, SHARE = ON;
- (FCFF) Fluxo de caixa livre. Esta variável é definida da seguinte forma:

$$FCFF = \frac{EBIT - IR + IRDIF + DFJUR + DIV}{AT}$$

onde:

EBIT = lucro antes de juros e impostos;

IR = imposto de renda;

IRDIF = imposto de renda diferido;

DFJUR = despesa financeira referente a pagamentos de juros;

DIV = dividendos distribuídos;

AT = ativo total.

- (ET) Dívida total sobre ativo total. Esta variável será definida da seguinte forma:

$$ET = \frac{AT - PL}{AT}$$

onde:

AT = ativo total;

PL = patrimônio líquido.

- (REC) Receita operacional líquida;
- (VOLU) Volume em dinheiro negociado das ações no período analisado.

2.8 Coleta dos Dados

As variáveis coletadas se encontram descritas abaixo com suas respectivas fontes.

Sistema de informações	Dados coletados
Fonte: Sistema Económica Ltda	AT
	MEQ
	PL
	EBIT
	IR

	IRDIF
	DFJUR
	DIV
	VOLU
	REC
	ONPN
	ON
<p>Fonte: IAN <www.cvm.gov.br></p>	DEPC
	TOT
	INDEP
	PORCONT

Onde:

AT = ativo total;

MEQ = valor de mercado das ações do patrimônio líquido;

PL = patrimônio líquido;

EBIT= lucro operacional¹¹;

IR = imposto de renda;

IRDIF = imposto de renda diferido;

DFJUR = despesas financeiras;

DIV = dividendos distribuídos;

VOLU = Volume em dinheiro negociado das ações no período analisado;

REC = receita operacional líquida¹²;

ONPN = Percentual das ações¹³ em poder do(s) acionista(s) controlador(es);

ON = Percentual de ações ordinárias em poder do(s) acionista(s) controlador(es);

DEPC = diretor executivo ocupando o cargo de presidente do conselho;

TOT = tamanho do conselho;

INDEP = independência do conselho;

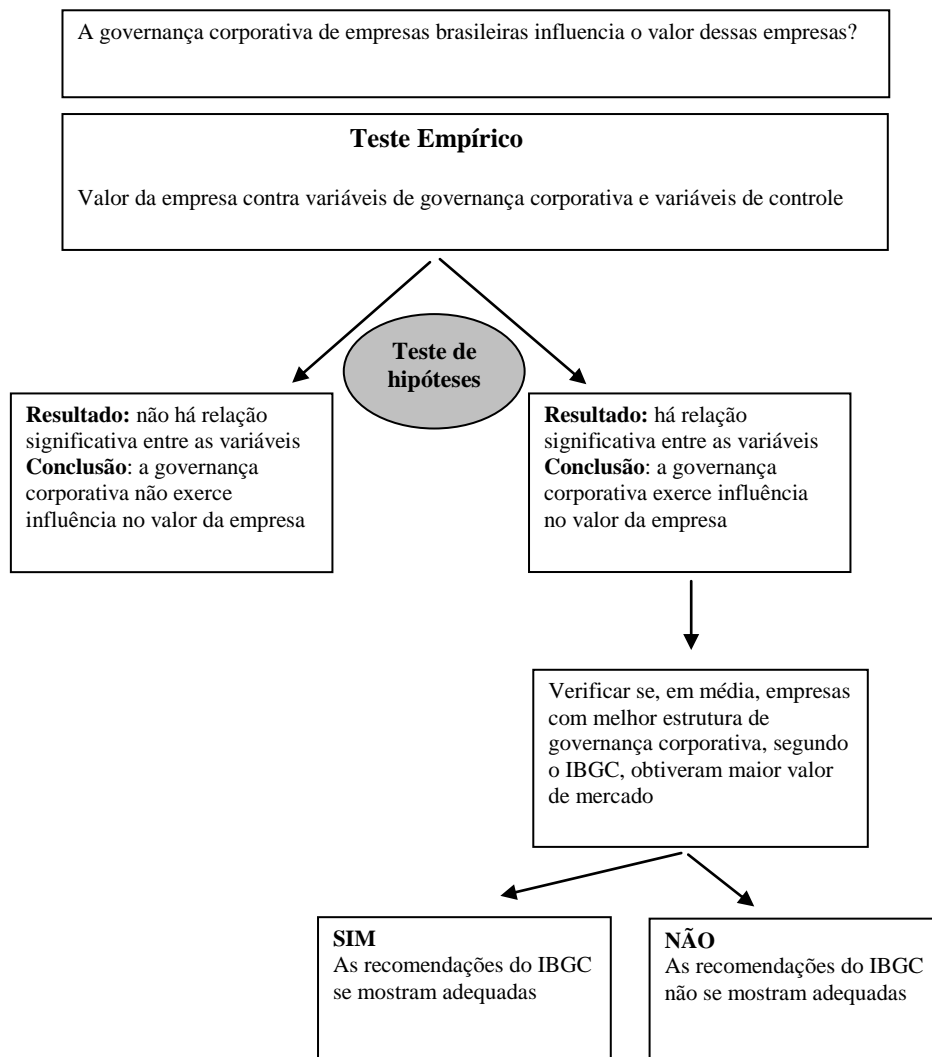
PORCONT = porcentagem de membros do conselho que foram indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es);

¹¹ Lucro antes de juros e impostos.

¹² Receita operacional líquida = receita operacional bruta – impostos sobre vendas.

¹³ Ações ordinárias e preferenciais.

2.9 Modelo Esquemático



3. Resultado

3.1 Estatísticas Descritivas

Os dados usados para mensurar a qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras são resumidos abaixo.

Quadro 4 – Descrição do conselho de administração das empresas em 2006

	DEPC06	INDEP06	TOT06	PORCONT06	RELPORCONT06
Média	0.340426	5.331307	6.267477	4.902736	0.78108
Mediana	0	5	6	5	0.875
Máx.	1	16	17	16	1
Min.	0	1	2	0	0
Desvio	0.474574	2.770097	2.608886	2.79093	0.2996
Amostra	329	329	329	329	329

Quadro 5 – Descrição do conselho de administração das empresas em 2007

	DEPC07	INDEP07	TOT07	PORCONT07	RELPORCONT07
Média	0.323263	5.510574	6.453172	4.945619	0.766455
Mediana	0	5	6	5	0.875
Máx.	1	15	17	16	1
Min.	0	0	2	0	0
Desvio	0.46843	2.797571	2.673112	2.90716	0.309802
Amostra	331	331	331	331	331

Quadro 6 – Descrição do conselho de administração das empresas em 2008

	DEPC08	INDEP08	TOT08	PORCONT08	RELPORCONT08
Média	0.286567	5.608955	6.480597	4.886567	0.754426
Mediana	0	5	6	5	0.875
Máx.	1	15	17	15	1.25
Min.	0	1	2	0	0
Desvio	0.452834	2.803854	2.723607	3.000843	0.330742
Amostra	335	335	335	335	335

Quadro 7 – Composição do conselho de administração das empresas em 2006, 2007 e 2008, em número absoluto (interno=executivo da empresa)

Ano	Conselheiros Internos			Conselheiros Externos		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Média	0,94	0,94	0,87	5,33	5,51	5,61
Desvio	0,80	0,83	0,83	2,77	2,79	2,80
Mediana	1,00	1,00	1,00	5,00	5,00	5,00

Quadro 8 – Composição do conselho de administração das empresas em 2006, 2007 e 2008, em porcentagem (interno=executivo da empresa)

Ano	Porcentagem externos			Porcentagem internos		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Média	82,17%	82,75%	84,24%	17,83%	17,25%	15,76%
Desvio	15,03%	15,40%	15,11%	15,03%	15,40%	15,11%
Mediana	80,00%	83,33%	85,71%	20,00%	16,67%	14,29%

Quadro 9 – Porcentual de empresas com a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, para os anos de 2006, 2007 e 2008 (% dos casos de DEPC=1)

Ano	2006	2007	2008
Porcentual de empresas com cargos unificados de diretor executivo e presidente do conselho	34,04%	33,43%	28,65%

Quadro 10 – Distribuição dos membros internos do conselho, nos anos de 2006, 2007 e 2008

Conselheiros do tipo 1 e 3 (TOT-INDEP)			
Ano	2006	2007	2008
Média	0,93	0,94	0,88
Média (%)	14,86%	14,60%	13,58%
Amostra	329	332	335

Quadro 11 – Porcentual de empresas com presença de acordo de acionistas, para os anos de 2006, 2007 e 2008

Ano	2006	2007	2008
Porcentual de empresas com acordo de acionistas	25,65%	28,77%	29,65%

Quadro 12 – Estrutura de propriedade das empresas, para os anos de 2006, 2007 e 2008

Ano	2006	2007	2008
% Ações participantes acordo de acionistas	66,33%	71,24%	73,14%

Quadro 13 – Distribuição acionária, ano de 2006

	Amostra Individual			Amostra Comum		
	ONPN06	ON06	SHARE06	ONPN06	ON06	SHARE06
Média	47.42629	59.4229	63.33473	41.19653	51.52946	67.11465
Mediana	42.742	60	66.67	35.264	51	73.33
Máx.	100	100	100	100	100	100
Min.	5.47	0	0	7.116	0	0
Desvio	25.99104	29.0452	33.4294	24.67264	28.01854	32.48146
Amostra	287	287	103	79	79	79

Nota: Por “amostra individual” entende-se número de dados existentes da variável analisada. Por “amostra coletiva” entende-se número de dados existentes, em conjunto, das três variáveis analisadas, para a mesma empresa. A amostra coletiva permite a comparação entre as variáveis.

Quadro 14 – Distribuição acionária, ano de 2007

	Amostra Individual			Amostra Comum		
	ONPN07	ON07	SHARE07	ONPN07	ON07	SHARE07
Média	45.29622	54.89557	71.24375	36.66962	45.10532	71.96717
Mediana	42.965	55.0435	73.315	31.096	47.057	73.33
Máx.	100	100	100	100	100	100
Min.	5.653	0	0	7.157	0	0
Desvio	24.05932	28.38394	26.77126	19.34032	24.77233	26.13039
Amostra	330	330	104	99	99	99

Nota: Por “amostra individual” entende-se número de dados existentes da variável analisada. Por “amostra coletiva” entende-se número de dados existentes, em conjunto, das três variáveis analisadas, para a mesma empresa. A amostra coletiva permite a comparação entre as variáveis.

Quadro 15 – Distribuição acionária, ano de 2008

	Amostra Individual			Amostra Comum		
	ONPN08	ON08	SHARE08	ONPN08	ON08	SHARE08
Média	46.55303	55.17778	73.1424	37.92216	46.09402	73.21324
Mediana	44.503	55.297	73.315	35.312	47.146	73.315
Máx.	100	100	100	100	100	100
Min.	7.21	0	0	7.21	0	0
Desvio	24.41731	28.46127	23.86918	20.15381	25.54594	24.02871
Amostra	339	339	104	102	102	102

Nota: Por “amostra individual” entende-se número de dados existentes da variável analisada. Por “amostra coletiva” entende-se número de dados existentes, em conjunto, das três variáveis analisadas, para a mesma empresa. A amostra coletiva permite a comparação entre as variáveis.

Segundo as informações apresentadas nas tabelas acima, o conselho médio das companhias abertas brasileiras é composto em sua maioria por conselheiros externos, ou seja, que não desempenham nenhuma atividade executiva na empresa. Em 2006, em média 82,17% dos conselheiros das companhias abertas brasileiras eram externos. Este percentual subiu para 82,75% em 2007 e subiu novamente para 84,24% em 2008.

Na primeira análise feita dos percentuais apresentados sobre a proporção de conselheiros externos, parece que as companhias abertas brasileiras seguem o padrão recomendado pelos principais códigos de governança corporativa, isto é, a separação entre conselho e diretoria executiva, representado nesse caso pela distinção das pessoas que ocupam esses dois cargos. Isso nos leva também à conclusão inicial de que as empresas brasileiras apresentam alto grau de independência do conselho de administração, ou seja, uma alta porcentagem de empresas onde o diretor executivo e o presidente do conselho não são a mesma pessoa.

Sabe-se que a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001), define como sendo um terço o número máximo de executivos compondo o conselho de administração. Desta forma, temos que todas as empresas precisam necessariamente apresentar um grau de independência (INDEP) de no mínimo 66,67%. O levantamento efetuado dos conselhos de todas as empresas mostra que todas seguiram a exigência mínima legal durante os anos analisados.

Não podemos nos esquecer também que é preciso analisar o número de conselheiros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es), pois um conselho com alto grau de independência pode não ser de fato independente se grande parte do conselho tiver sido indicado pelo(s) acionista(s) controlador(es), representando dessa forma o interesse do(s) acionista(s) controlador(es) e não o da empresa.

A situação descrita acima pode ocorrer principalmente pela alta concentração de ações ordinárias nas mãos do(s) acionista(s) controlador(es). Através dos Quadros 4, 5 e 6 podemos ver o percentual de conselheiros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es), representado

pela variável RELPORCONT¹⁴. Observa-se que esse percentual é bem elevado nos três anos da amostra, o que nos faz acreditar que apesar do grau de independência do conselho ser bastante alto nas empresas brasileiras, estas possuem a maioria dos membros do conselho indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es), fazendo com que as decisões do conselho possam ser viesadas em benefício desse(s) acionista(s).

Com relação ao tamanho do conselho de administração, em média, as empresas brasileiras têm 6,4 membros compondo o conselho. Esse número se encaixa no sugerido pelos códigos de governança do IBGC, que recomendam que o conselho varie entre cinco a oito membros¹⁵.

A análise da evolução da composição e do tamanho do conselho mostra que os números praticamente permaneceram constantes ao longo dos anos analisados, não mostrando nenhuma tendência clara quanto à proporção de conselheiros externos e internos ou ao tamanho do conselho. Isso era esperado, já que as empresas componentes da amostra do ano de 2006 são praticamente as mesmas componentes dos anos de 2007 e 2008.

Outra informação relevante nessa análise descritiva do conselho de administração é a mostrada pelo Quadro 9, no qual é apresentado o percentual de empresas com cargos unificados de diretor executivo e presidente do conselho. Como já dito anteriormente, a literatura e os códigos de governança sugerem que esses dois cargos sejam ocupados por pessoas distintas. A informação do quadro indica que em média 32% das companhias abertas brasileiras possuem os cargos de diretor executivo e presidente do conselho ocupados pela mesma pessoa. Juntando essa informação com a informação fornecida pelo Quadro 10, que diz que, em média, 14,34% dos conselheiros são executivos da empresa, conclui-se que o diretor executivo consegue eleger-se presidente graças à sua posição de acionista controlador, e não à sua posição de diretor executivo. Assim sendo, as variáveis apresentadas no Quadro 9, percentual das empresas com cargos unificados de diretor executivo e presidente do conselho, se mostram mais importantes para diferenciar as empresas em seu grau de concentração de poder. Entretanto, nota-se uma pequena redução desse percentual ao longo dos anos analisados.

O acordo de acionistas pode aumentar o potencial de expropriação dos acionistas minoritários por parte dos majoritários, já que muitas das principais decisões da empresa são

¹⁴ Essa variável não foi considerada por Silveira (2001;2006). Optamos por incluí-la no trabalho devido ao seu alto grau de importância na determinação da composição do conselho, considerando-a uma contribuição para os trabalhos anteriores citados.

¹⁵ A Lei das Sociedades por Ações exige que os conselhos sejam compostos por no mínimo 3 membros.

tomadas via conselho, o que exclui qualquer tipo de interferência dos minoritários nessas decisões. Esta informação é apresentada nos Quadros 11 e 12. Vemos que apesar de existirem poucas empresas que possuem acordo de acionistas, as ações componentes desse acordo possuem um percentual muito alto, em média, maior que 50% das ações totais da empresa. Conclui-se que apesar de existirem poucas empresas que aderem a esse acordo, nas empresas em que se verifica a existência do acordo, os acionistas membros do acordo possuem o poder de decisão da empresa.

Por último são apresentadas tabelas com a distribuição acionária do(s) acionista(s) majoritário(s) ao longo dos anos de 2006, 2007 e 2008. Para analisar tal distribuição olhamos para a amostra comum, pois dessa forma os dados se tornam comparativos. Analisando tal distribuição percebemos que o percentual de ações ordinárias nas mãos do(s) acionista(s) majoritário(s) é em média maior que o seu percentual de ações total, ou seja, ações ordinárias e preferenciais. Vemos assim que o potencial de expropriação desse(s) acionista(s) controlador(es) é muito alto, já que, em média, este possui um poder maior que a sua propriedade.

Outro ponto bastante relevante desta análise final é o alto valor do percentual de ações no acordo de acionistas. Em média este percentual é de 72,37% das ações. Vemos assim que quando existe um acordo entre os acionista, estes possuem o controle nas decisões da empresa, o que deixa o acionista minoritário fora de qualquer tomada de decisão.

3.2 Resultados 2006

3.2.1 Matrizes de Correlações em 2006

Abaixo são apresentadas duas matrizes de correlações. A primeira matriz mostra as correlações entre as variáveis de governança corporativa. A segunda matriz mostra as correlações entre as variáveis de governança e a variável valor de mercado das ações. Pelo *p*-valor, podemos ver o grau de significância estatística das correlações analisadas.

Quadro 16 – Correlações entre as variáveis de governança no ano de 2006

Análise de Correlação				
Amostra (ajustada): 1 344				
Observações: 329 após ajuste				
	DEPC06	INDEP06	RELPORCONT06	TOT06
DEPC06	1			
<i>p</i> -valor	-----			

INDEP06	-0.375948	1		
<i>p-valor</i>	0.0000	-----		
RELPORCONT06	-0.011633	0.008677	1	
<i>p-valor</i>	0.8335	0.8754	-----	
TOT06	-0.270764	0.957574	0.009416	1
<i>p-valor</i>	0.0000	0.0000	0.8649	-----

As correlações acima indicam que:

1. quanto maior a independência do conselho (INDEP06), ou seja, maior o número de administradores do tipo 2, menor é a probabilidade dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho serem ocupados pela mesma pessoa (DEP06), corroborando a hipótese de que um conselho independente tende a indicar como presidente do conselho um membro que não seja o próprio diretor executivo da empresa.
2. quanto menor for o tamanho do conselho (TOT06), maior é o grau de dependência do conselho, ou seja, maiores as chances dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho serem ocupados pela mesma pessoa (DEPC06). Isso indica que, empresas onde o diretor executivo e presidente do conselho são a mesma pessoa, tendem a ter conselhos menores, muitas vezes até o tamanho mínimo exigido por lei, o que nos faz inferir que o conselho, nesses casos, não exerce um papel muito ativo nas decisões da empresa.
3. quanto maior for o tamanho do conselho (TOT06), maior será o número de membros externos à empresa (INDEP06). Conselhos maiores tendem a ser menos controlados, o que corrobora a idéia de se ter mais membros externos compondo o conselho da empresa.

Quadro 17 – Correlações entre as variáveis de governança e valor no ano de 2006

Análise de Correlação					
Amostra (ajustada): 2 343					
Observações: 124 após ajuste					
	MBR06	DEPC06	INDEP06	RELPORCONT06	TOT06
MBR06	1				
<i>p-valor</i>	-----				
DEPC06	0.163954	1			
<i>p-valor</i>	0.0688	-----			
INDEP06	-0.154509	-0.41615	1		

<i>p-valor</i>	0.0866	0.0000	-----		
RELPORCONT06	0.067452	-0.009774	0.03602	1	
<i>p-valor</i>	0.4567	0.9142	0.6912	-----	
TOT06	-0.082572	-0.306286	0.962681	0.013233	1
<i>p-valor</i>	0.3619	0.0005	0.0000	0.884	-----

As correlações das variáveis de governança com a variável valor de mercado das ações não se mostraram significantes estatisticamente, porém fazemos um breve resumo dos sinais das correlações. As correlações acima indicam que:

1. A variável diretor executivo como presidente do conselho (DEPC06) apresenta correlação positiva com o valor da empresa (MBR06). Essa relação não vai de encontro com os códigos de governança. Como seu coeficiente de correlação não é estatisticamente significativo, não podemos tirar nenhuma conclusão consistente sobre a influência de tal variável.
2. A variável número de conselheiros externos (INDEP06) apresenta correlação negativa com a variável valor (MBR06), o que é o oposto do resultado esperado. Porém essa variável também não apresentou significância estatística.
3. A variável porcentagem de conselheiros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s) (RELPORCONT06) apresenta correlação positiva com a variável valor (MBR06), o que não se adequa aos códigos de governança. Porém a variável não possui relevância estatística.
4. Por último a variável tamanho do conselho (TOT06) apresenta um coeficiente de correlação negativo, o que também não era um resultado esperado. Porém a variável não possui relevância estatística.

3.2.2 Primeira Etapa 2006

Na primeira etapa são regredidas somente as variáveis de governança contra a variável valor de mercado das ações, procurando-se observar se o relacionamento entre essas variáveis de governança com a variável valor estava de acordo com o esperado.

Quadro 18 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2006, usando transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR06
Método: Mínimos Quadrados
Amostra (ajustada): 2 343

Observações incluídas: 117 após ajuste				
Série de ponderação: REC06				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	5.908175	3.709166	1.592858	0.114
DEPC06	-3.988183	0.319967	-12.46435	0.0000
INDEP06	-2.235276	0.301416	-7.415923	0.0000
LNTOT06	-2.63093	4.859572	-0.541391	0.5893
LNTOT206	4.119146	1.658022	2.484373	0.0145
RELPORCONT06	2.070913	0.042313	48.94254	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.965755	Critério de info Akaike		-5.03031
R-ajustado	0.964212	Critério Schwarz.		-4.88866
Estatística-F	626.0648	Durbin-Watson estat.		0.629675
Prob(Estatística-F)	0.0000			

Quadro 19 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2006, sem usar a transformação de TOT

Variável Dependente: MBR06				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Observações incluídas: 117 após ajuste				
Série de ponderação: REC06				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	1.564249	1.335677	1.171129	0.2441
DEPC06	-3.996148	0.306001	-13.05927	0.0000
INDEP06	-2.229419	0.29006	-7.686058	0.0000
TOT06	2.186532	0.645235	3.388739	0.0010
TOT206	-0.015311	0.048996	-0.31249	0.7553
RELPORCONT06	2.070322	0.042196	49.06409	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.965951	Critério de info Akaike		-5.03607
R-ajustado	0.964418	Critério Schwarz.		-4.89442
Estatística-F	629.8067	Durbin-Watson estat.		0.629002
Prob(Estatística-F)	0.0000			

No nível de significância de 5% temos que para a primeira estimação, Quadro 18, as variáveis diretor executivo como presidente do conselho, número de membros do conselho externos à empresa, quadrado do tamanho do conselho e porcentual de membros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s) são significantes estatisticamente. A idéia é analisar se os sinais dos coeficientes vêm de encontro com o esperado e sugerido pelos códigos de governança ou não.

Temos que o grau de dependência do conselho, medido pela junção dos cargos de diretor executivo e presidente, apresentou coeficiente negativo, ou seja, dentro do esperado. O resultado indica que em empresas em que os cargos de diretor executivo e presidente do conselho não são ocupados por pessoas distintas, em média, apresentam um valor de mercado menor, corroborando a hipótese, de que, a adoção das recomendações do IBGC, de separação entre esses dois cargos, é saudável para a empresa.

O que dificulta em grande parte essa análise é que o coeficiente da variável independência do conselho também é estatisticamente significativo, mas com o sinal oposto do esperado. Na análise descritiva pudemos observar que nem sempre empresas com grande porcentagem dos componentes do conselho externos têm de fato conselhos independentes, já que grande parte desses membros foi indicada pelo(s) acionista(s) controlador(es). Assim, é possível entender porque um alto grau de independência não gera necessariamente um maior valor de mercado.

Com relação ao logaritmo do tamanho do conselho foi obtida uma relação quadrática positiva. Era esperado que o coeficiente linear fosse positivo e que o sinal do coeficiente quadrático fosse negativo, de forma a sinalizar que existe uma faixa ideal para o tamanho do conselho.

O coeficiente da variável porcentagem de membros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s) apresentou sinal positivo, ao contrário do esperado. Pelo coeficiente fornecido temos que essa variável influencia positivamente o valor de mercado da empresa, ou seja, quanto maior for a proporção do conselho composto por membros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es) maior será também o valor de mercado da empresa.

Quanto à segunda estimação, mostrada no Quadro 19, que não usa nenhuma forma de transformação para o tamanho do conselho, temos que as variáveis diretor executivo como presidente do conselho, número de conselheiros externos à empresa, tamanho do conselho e porcentual de membros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es) são estatisticamente significantes. Os sinais dos coeficientes permaneceram os mesmos da estimação anterior, com uma ressalva para o tamanho do conselho, que na primeira estimação não foi significativa, mas

nessa segunda estimação, sem a utilização da transformação logarítmica, é positivo e estatisticamente significativo, como o esperado.

3.2.4 Segunda Etapa 2006

Na segunda etapa são regredidas as variáveis de governança e de controle contra a variável valor de mercado das ações, procurando-se observar se o relacionamento entre todas as variáveis com a variável valor estava de acordo com o esperado. São comentados apenas os resultados das variáveis que demonstraram significância estatística. Nessa segunda etapa é feita também uma terceira estimação da variável valor contra a variável tamanho do conselho, encontrando-se o número ótimo de conselheiros para o ano de 2006.

Quadro 20 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2006, usando a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR06				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Observações incluídas: 74 após ajuste				
Série de ponderação: REC06				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	-1.933203	2.68999	-0.718665	0.4751
DEPC06	-0.780627	0.313171	-2.492653	0.0154
INDEP06	-0.448873	0.20452	-2.194759	0.0320
LNTOT06	3.051177	3.011441	1.013195	0.3150
LNTOT206	0.243412	1.007568	0.241584	0.8099
RELPORCONT06	0.612275	0.338297	1.809872	0.0752
REC06	-0.000771	0.000311	-2.479099	0.016
VOLU06	0.000764	0.000187	4.084235	0.0001
FCFF06	-9.757439	1.629227	-5.988998	0.0000
FCFF206	30.58017	4.837635	6.321305	0.0000
ET06	1.274652	0.139226	9.155308	0.0000
ONPN06	0.00551	0.009904	0.55629	0.58
ON06	-0.01111	0.006135	-1.811042	0.0751
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.996053	Critério de info Akaike		-9.58828
R-ajustado	0.995277	Critério Schwarz.		-9.18351

Estatística-F	1282.861	Durbin-Watson estat.		2.783473
Prob(Estatística-F)	0.0000			

Quadro 21 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2006, sem usar a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR06				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Observações incluídas: 74 após ajuste				
Série de ponderação: REC06				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	-2.350784	1.248162	-1.883397	0.0644
DEPC06	-0.71342	0.316036	-2.2574	0.0276
INDEP06	-0.464347	0.200236	-2.318998	0.0238
TOT06	1.496656	0.393714	3.801378	0.0003
TOT206	-0.065246	0.028569	-2.283785	0.0259
RELPORCONT06	0.695693	0.344323	2.020466	0.0477
REC06	-0.000733	0.000307	-2.383947	0.0203
VOLU06	0.000766	0.000185	4.130373	0.0001
FCFF06	-9.671865	1.565789	-6.176993	0.0000
FCFF206	30.90185	4.695487	6.581181	0.0000
ET06	1.297906	0.138469	9.37327	0.0000
ONPN06	0.007147	0.009935	0.719353	0.4747
ON06	-0.011881	0.006018	-1.974136	0.0529
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.996119	Critério de info Akaike		-9.60507
R-ajustado	0.995355	Critério Schwarz.		-9.2003
Estatística-F	1304.669	Durbin-Watson estat.		2.734064
Prob(Estatística-F)	0.0000			

Na estimação apresentada pelo Quadro 20, temos que, as variáveis de governança corporativa diretor executivo como presidente do conselho e número de conselheiros externos são estatisticamente significantes. A primeira apresenta sinal dentro do esperado, negativo, enquanto que a segunda, apresenta sinal oposto ao esperado, negativo também.

Em relação às variáveis de controle, temos que as variáveis: fluxo de caixa livre, em suas duas formas, e grau de endividamento são estatisticamente significantes e relacionadas

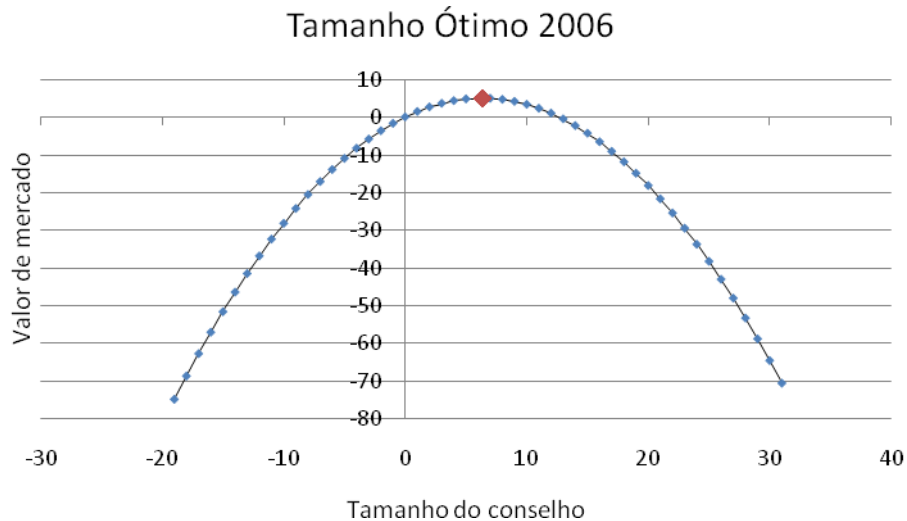
de acordo com o proposto pela literatura. As demais variáveis de controle que se mostraram também significantes estatisticamente são receita operacional e volume negociado. A variável receita operacional apresenta sinal negativo. Pela literatura esperava-se que o sinal fosse positivo, já que quanto maior for a empresa mais difícil é para os controladores manterem uma proporção elevada do capital total da empresa. Já para a variável volume não temos nenhum embasamento teórico para esperar um sinal positivo ou negativo.

Na segunda estimação, apresentada no Quadro 21, onde não é usada a transformação logarítmica para o tamanho, temos que todas as variáveis de governança se mostraram significantes. As variáveis diretor executivo e número de conselheiros externos mantiveram o sinal da primeira estimação. As outras variáveis de governança (tamanho, tamanho ao quadrado e porcentagem de conselheiros externos) apresentaram sinais positivo, negativo e positivo, respectivamente, ou seja, a variável tamanho apresenta o comportamento esperado, enquanto que a variável porcentagem de conselheiros externos indicados apresenta comportamento oposto ao sugerido. Nessa segunda estimação, exatamente as mesmas variáveis de controle se mantiveram significantes, conservando também o sinal.

Quadro 22 – Relação entre a variável valor e a variável tamanho do conselho para o ano de 2006

Variável Dependente: MBR06				
Método: mínimos quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Observações: 124 após ajuste				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estat. T	Prob.
TOT06	1.574413	0.886057	1.776876	0.0781
TOT206	-0.124094	0.092593	-1.3402	0.1827
	R quad.	0.001504	R quad. aj.	-0.006681

Figura 1 – Relação ótima entre a variável valor da empresa e a variável tamanho do conselho em 2006



É feita uma terceira estimação, na qual regredimos a variável *Market to book ratio* contra a variável tamanho do conselho em sua forma linear e quadrática. Pela regressão descrita, temos que o número ótimo de conselheiros é de 6,43. Vale notar que os coeficientes não são estatisticamente significantes o que torna a análise um tanto fraca. A Figura 1 mostra um gráfico com os coeficientes da estimação, onde variamos o número de conselheiros até chegar no número que maximiza o valor de mercado das empresas no ano de 2006.

3.3 Resultados 2007

3.3.1 Matriz de Correlações em 2007

As correlações obtidas em 2007 são consistentes com as encontradas em 2006. Como forma de evitar as repetições dos comentários, quando as correlações entre as variáveis se mostrarem semelhantes às de 2006, são indicados os comentários do item 3.2.1. Assim como nas correlações obtidas no ano de 2006, somente são comentadas as correlações que se mostraram significantes estatisticamente.

Quadro 23 – Correlações entre as variáveis de governança no ano de 2007

Análise de Correlação				
Amostra (ajustada): 1 344				

observações: 332 após ajuste				
	DEPC07	INDEP07	RELPORCONT07	TOT07
DEPC07	1			
<i>p-valor</i>	-----			
INDEP07	-0.367513	1		
<i>p-valor</i>	0.0000	-----		
RELPORCONT07	0.034931	-0.010743	1	
<i>p-valor</i>	0.5259	0.8454	-----	
TOT07	-0.266122	0.954899	-0.000721	1
<i>p-valor</i>	0.0000	0.0000	0.9896	-----

As correlações do Quadro 23 indicam que:

1. quanto maior a independência do conselho (INDEP07), menor a probabilidade de os cargos de diretor executivo e presidente do conselho serem ocupados pela mesma pessoa (DEPC07)– vide comentário 1 do Quadro 16;
2. quanto maior for o tamanho do conselho (TOT07), menor a probabilidade do conselho ser dependente (DEPC07), ou seja, ter a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho – vide comentário 2 do Quadro 16;
3. quanto maior for o tamanho do conselho (TOT07), maior a probabilidade do conselho ser independente (INDEP07), ou seja, ter um maior número de conselheiros externos – vide comentário 3 do Quadro 16;

Quadro 24 – Correlações entre as variáveis de governança e valor no ano de 2007

Análise de Correlação					
Amostra (ajustada): 2 343					
Observações: 176 após ajuste					
	MBR07	DEPC07	INDEP07	RELPORCONT07	TOT07
MBR07	1				
<i>p-valor</i>	-----				
DEPC07	0.1299	1			
<i>p-valor</i>	0.0857	-----			
INDEP07	-0.074468	-0.408447	1		
<i>p-valor</i>	0.326	0.0000	-----		
RELPORCONT07	0.036826	0.078751	-0.057939	1	
<i>p-valor</i>	0.6275	0.2988	0.445	-----	
TOT07	-0.046525	-0.30816	0.955006	-0.035422	1
<i>p-valor</i>	0.5398	0.0000	0.0000	0.6407	-----

Assim como no Quadro 17 (correlações entre as variáveis de governança e valor para o ano de 2006), as correlações entre as variáveis de governança e a variável valor de mercado das ações, mantiveram o sinal oposto ao esperado, mas nenhuma delas apresentou correlação estatisticamente significativa.

3.3.2 Primeira Etapa 2007

Assim como no ano de 2006, na primeira etapa são regredidas somente as variáveis de governança contra a variável valor de mercado das ações, procurando-se observar se o relacionamento entre essas variáveis de governança com a variável valor está de acordo com o esperado.

Quadro 25 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2007, usando a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR07				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Amostra: 171 após ajuste				
Série de ponderação: REC07				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	-1.245416	1.555954	-0.80042	0.4246
DEPC07	-0.112073	0.140835	-0.795773	0.4273
INDEP07	0.378677	0.044524	8.50499	0.0000
LNTOT07	2.302714	1.467663	1.568967	0.1186
LNTOT207	-1.233823	0.371799	-3.318523	0.0011
RELPORCONT07	1.202945	0.250642	4.799448	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.575278	Critério de info Akaike		3.195213
R-ajustado	0.562408	Critério Schwarz.		3.305447
Estatística-F	44.69797	Durbin-Watson estat.		2.232571
Prob(Estatística-F)	0.00000			

Quadro 26 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2007, sem usar a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR07

Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Amostra: 171 após ajuste				
Série de ponderação: REC07				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	0.483966	0.559118	0.865588	0.3880
DEPC07	0.007279	0.147649	0.049298	0.9607
INDEP07	0.360278	0.044754	8.050248	0.0000
TOT07	-0.247188	0.117036	-2.112058	0.0362
TOT207	-0.00337	0.004381	-0.769326	0.4428
RELPORCONT07	1.245291	0.247729	5.02682	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.586684	Critério de info Akaike		3.167992
R-ajustado	0.574159	Critério Schwarz.		3.278226
Estatística-F	46.84203	Durbin-Watson estat.		2.247591
Prob(Estatística-F)	0.00000			

Na primeira regressão feita para o ano de 2007, Quadro 25, temos que as variáveis número de conselheiros externos, quadrado do tamanho do conselho e porcentagem de conselheiros indicados pelo(s) controlador(es) se mostraram significantes estatisticamente. As duas primeiras variáveis seguiram o padrão sugerido pelos códigos de governança do IBGC, ou seja, apresentaram sinal positivo e negativo respectivamente, mas a variável porcentagem de membros indicados apresentou relação inversa à esperada, ou seja, coeficiente positivo.

Na segunda estimação, apresentada no Quadro 26, na qual usa-se a transformação logarítmica do tamanho, os resultados das variáveis número de conselheiros externos e porcentagem de conselheiros indicados permanecem os mesmos. A única diferença de resultado entre uma estimação e outra é que a variável tamanho se mostra significativa e negativamente relacionada com a variável valor, oposto ao esperado.

3.3.4 Segunda Etapa 2007

Assim como para o ano de 2006, na segunda etapa são regredidas as variáveis de governança e de controle contra a variável valor de mercado das ações. São comentados apenas os resultados das variáveis que se mostraram estatisticamente significantes. Nessa

segunda etapa é feita também uma terceira estimação da variável valor contra a variável tamanho do conselho, encontrando-se o número ótimo de conselheiros para o ano de 2007.

Quadro 27 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2007, usando a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR07				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Amostra: 116 após ajuste				
Série de ponderação: REC07				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	-11.15742	3.838716	-2.90655	0.0045
DEPC07	-0.121401	0.401326	-0.302501	0.7629
INDEP07	1.007109	0.20585	4.892436	0.0000
LNTOT07	19.01496	4.415184	4.30672	0.0000
LNTOT207	-8.094273	1.397725	-5.791035	0.0000
RELPORCONT07	3.294631	0.323312	10.19026	0.0000
REC07	-0.001377	0.000906	-1.520341	0.1315
VOLU07	0.0000289	0.000277	0.104426	0.917
FCFF07	-2.886156	0.664347	-4.344352	0.0000
FCFF207	-0.421137	0.234894	-1.792877	0.0759
ET07	0.962509	0.047135	20.42038	0.0000
ONPN07	0.063594	0.015752	4.037266	0.0001
ON07	-0.08381	0.015739	-5.325109	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.977446	Critério de info Akaike		1.588234
R-ajustado	0.974818	Critério Schwarz.		1.896826
Estatística-F	371.9853	Durbin-Watson estat.		2.058223
Prob(Estatística-F)	0.0000			

Quadro 28 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2007, sem usar a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR07				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Amostra: 116 após ajuste				
Série de ponderação: REC07				
Tipo de peso: desvio-padrão				

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	6.516115	1.37626	4.734654	0.0000
DEPC07	-0.50615	0.417573	-1.212124	0.2282
INDEP07	0.911627	0.218782	4.166822	0.0001
TOT07	-1.590059	0.44218	-3.595959	0.0005
TOT207	0.011424	0.027065	0.422078	0.6738
RELPORCONT07	3.228935	0.35076	9.205552	0.0000
REC07	-0.001078	0.000965	-1.117285	0.2665
VOLU07	0.00000351	0.000296	0.011878	0.9905
FCFF07	-3.619248	0.685848	-5.277045	0.0000
FCFF207	-0.558586	0.248824	-2.2449	0.0269
ET07	1.043035	0.046775	22.29902	0.0000
ONPN07	0.096291	0.014681	6.558939	0.0000
ON07	-0.118669	0.014297	-8.300539	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.974264	Critério de info Akaike		1.720229
R-ajustado	0.971265	Critério Schwarz.		2.028821
Estatística-F	324.9264	Durbin-Watson estat.		2.158324
Prob(Estatística-F)	0.0000			

No ano de 2007 (Quadro 27) temos que dentre as variáveis de governança corporativa, as variáveis número de conselheiros externos e tamanho do conselho, em suas duas formas, são estatisticamente significantes e com o sinal correspondente aos códigos de conduta do IBGC. Já a variável porcentagem dos membros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s) tem relação oposta ao esperado.

Em relação às variáveis de controle, temos que as variáveis endividamento, fluxo de caixa livre e porcentagem de ações ordinárias nas mãos do(s) acionista(s) controlador(es) são relacionadas, com a variável valor, de acordo com a literatura. Já a variável porcentagem de ações nas mãos do(s) acionista(s) controlador(es) é positivamente relacionada com a variável valor, oposto ao esperado.

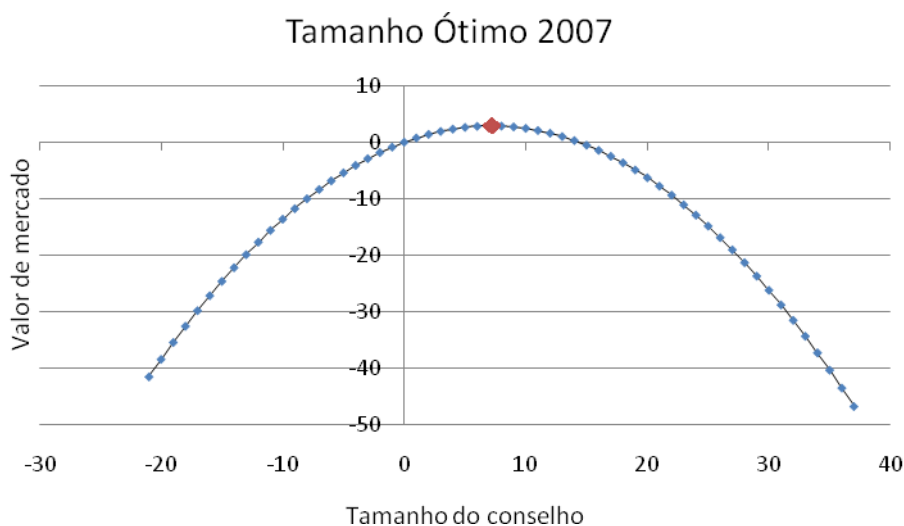
Na segunda estimação, mostrada pelo Quadro 28, temos que somente a variável número de conselheiros externos apresenta relação dentro do esperado. As demais variáveis de governança, tamanho do conselho, em sua forma linear, e porcentagem de membros externos apresentam resultado distinto do sugerido. Para as variáveis de controle, temos que a variável fluxo de caixa livre apresenta relação dentro do esperado, na sua forma linear, e oposta em sua forma quadrática, isso deve ser interpretado como sendo o fluxo livre de caixa

prejudicial ao valor da empresa, não existindo um nível em que isso se reverta. A variável endividamento mostra-se condizente com o esperado, juntamente com a variável porcentagem das ações ordinárias nas mãos do(s) acionista(s) majoritário(s). Já a variável porcentagem de ações totais nas mãos do(s) acionista(s) majoritário(s) não apresenta a relação esperada.

Quadro 29 – Relação entre a variável valor e a variável tamanho do conselho para o ano de 2007

Variável Dependente: MBR07				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 343				
Amostra: 174 após ajuste				
Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
TOT07	0.801643	0.29925	2.678837	0.0081
TOT207	-0.055756	0.031126	-1.791281	0.075
R-quadrado	-0.014312	R-ajustado	-0.020209	

Figura 2 – Relação ótima entre a variável valor da empresa e a variável tamanho do conselho em 2007



Ao regredirmos a variável valor contra somente a variável tamanho do conselho, em suas duas formas, linear e quadrática, obtivemos um número ótimo de conselheiros de 7,18, como pode ser visto na Figura 2. Esse número se encontra entre 5 e 8, ou seja, dentro do sugerido pela boa governança corporativa.

3.4 Resultados 2008

3.4.1 Matriz de Correlação em 2008

Exatamente as mesmas observações podem ser feitas em relação às correlações obtidas em 2008. A magnitude e o sentido das correlações obtidas em 2008 são consistentes com as correlações obtidas no ano de 2006 e 2007. Devido à não alternância no padrão das correlações analisadas, mantemos as considerações feitas nos itens 3.4.2 e 3.4.3 para as correlações que se mostram semelhantes. Assim como nas correlações obtidas no ano de 2006 e 2007, somente são comentadas as correlações que se mostraram estatisticamente significantes.

Quadro 30 – Correlações entre as variáveis de governança no ano de 2008

Análise de Correlação				
Amostra (ajustada): 1 344				
Observações: 335 após ajuste				
	DEPC08	INDEP08	RELPORCONT08	TOT08
DEPC08	1			
<i>p-valor</i>	-----			
INDEP08	-0.37602	1		
<i>p-valor</i>	0.0000	-----		
RELPORCONT08	0.031464	-0.011078	1	
<i>p-valor</i>	0.5661	0.8399	-----	
TOT08	-0.26737	0.955828	-0.002856	1
<i>p-valor</i>	0.0000	0.0000	0.9585	-----

As correlações do Quadro 30 indicam que:

1. quanto maior o número de membros externos compondo o conselho (INDEP08), menor a probabilidade de os cargos de diretor executivo e presidente do conselho serem ocupados pela mesma pessoa (DEPC08)– vide comentário 1 do Quadro 16;
2. quanto maior for o tamanho do conselho (TOT08), menor a probabilidade do conselho ser dependente (DEPC08), ou seja, ter um a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho – vide comentário 2 do Quadro 16;

3. quanto maior for o tamanho do conselho (TOT08), maior a probabilidade do conselho ser independente (INDEP08), ou seja, ser composto por administradores do tipo 2 – vide comentário 3 do Quadro 16;

Quadro 31 – Correlações entre as variáveis de governança e valor no ano de 2008

Análise de Covariância					
Amostra (ajustada): 2 341					
Observações: 168 após ajuste					
	MBR08	DEPC08	INDEP08	RELPORCONT08	TOT08
MBR08	1				
<i>p-valor</i>	-----				
DEPC08	0.141583	1			
<i>p-valor</i>	0.0672	-----			
INDEP08	-0.06889	-0.288311	1		
<i>p-valor</i>	0.3749	0.0002	-----		
RELPORCONT08	0.071782	0.023041	-0.016244	1	
<i>p-valor</i>	0.3551	0.7669	0.8345	-----	
TOT08	-0.03529	-0.182118	0.954614	-0.017447	1
<i>p-valor</i>	0.6497	0.0181	0.00000	0.8224	-----

Como nos demais anos analisados, 2006 e 2007, as variáveis de governança apresentam sinais de correlação completamente opostos aos sugeridos pelos códigos de governança corporativa. Entretanto, estes se mantiveram estatisticamente insignificantes. Não podemos concluir nenhum tipo de relação entre as variáveis de governança e a variável de valor devido à falta de confiança estatística.

3.4.2 Primeira Etapa 2008

Regredimos novamente as variáveis de governança contra a variável valor de mercado das ações para o ano de 2008. Igualmente são comentados somente os coeficientes das variáveis que apresentam significância estatística.

Quadro 32 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2008, usando a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR08
Método: Mínimos Quadrados
Amostra (ajustada): 2 341
Amostra: 160 após ajuste
Série de ponderação: REC08

Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	-3.01679	0.371865	-8.112602	0.0000
DEPC08	0.601209	0.071248	8.438304	0.0000
INDEP08	-0.77461	0.131303	-5.899395	0.0000
LNTOT08	4.584	0.548553	8.356524	0.0000
LNTOT208	0.387359	0.387578	0.999435	0.3192
RELPORCONT08	-1.160577	0.077519	-14.97159	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.955412	Critério de info Akaike		-2.26747
R-ajustado	0.953964	Critério Schwarz.		-2.15215
Estatística-F	659.9657	Durbin-Watson estat.		1.757581
Prob(Estatística-F)	0.0000			

Quadro 33 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR) e as variáveis de governança para o ano de 2008, sem usar a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR08				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 341				
Amostra: 160 após ajuste				
Série de ponderação: REC08				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	-3.277633	0.232497	-14.09752	0.0000
DEPC08	0.77711	0.084309	9.217423	0.0000
INDEP08	-1.007469	0.138576	-7.27015	0.0000
TOT08	2.305834	0.172204	13.39013	0.0000
TOT208	-0.076308	0.003698	-20.63739	0.0000
RELPORCONT08	-1.322959	0.09261	-14.28524	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.944781	Critério de info Akaike		-2.05364
R-ajustado	0.942988	Critério Schwarz.		-1.93832
Estatística-F	526.9792	Durbin-Watson estat.		1.70437
Prob(Estatística-F)	0.0000			

Na primeira regressão apresentada pelo Quadro 32, observamos que as variáveis dependência do conselho e independência do conselho, apresentaram sinais de coeficientes opostos ao esperado. A variável diretor executivo como presidente do conselho apresenta

relação positiva com o valor, o que não vai de encontro com os códigos de governança. A variável número de conselheiros externos apresenta relação negativa com o valor da empresa e esperávamos o resultado oposto. Porém, as variáveis tamanho do conselho, em sua forma linear, e porcentagem de membros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s) apresentam relação positiva e negativa, respectivamente, com a variável valor. Estas duas variáveis estão de acordo com os códigos de governança.

Na segunda estimação, mostrada pelo Quadro 33, novamente as variáveis dependência do conselho e número de membros externos compondo o conselho apresentam o sinal do coeficiente oposto ao esperado, enquanto que as variáveis tamanho, em suas duas formas, e porcentagem de membros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es) possuem a relação desejada com o valor.

3.4.3 Segunda Etapa 2008

Assim como para os anos de 2006 e 2007, na segunda etapa são regredidas as variáveis de governança e de controle contra a variável valor de mercado das ações. São comentados apenas os resultados das variáveis que mostraram significância estatística. Nessa segunda etapa é feita também uma terceira estimação da variável valor contra a variável tamanho do conselho, encontrando-se o número ótimo de conselheiros para o ano de 2008.

Quadro 34 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2008, usando a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR08				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 238				
Amostra: 147 após ajuste				
Weighting series: REC08				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	-2.777465	0.296249	-9.375435	0.0000
DEPC08	-0.162324	0.05528	-2.936385	0.0039
INDEP08	0.326279	0.046343	7.040471	0.0000
LNTOT08	4.09888	0.417691	9.813189	0.0000
LNTOT208	-1.821591	0.18048	-10.09304	0.0000
RELPORCONT08	0.458318	0.091234	5.023567	0.0000
REC08	0.000498	0.000175	2.8413	0.0052
VOLU08	-0.000474	0.0000629	-7.538339	0.0000

FCFF08	0.333989	0.101269	3.298021	0.0012
FCFF208	0.00973	0.003662	2.656622	0.0089
ET08	1.227505	0.041229	29.77297	0.0000
ONPN08	0.007323	0.002501	2.928775	0.0040
ON08	-0.008344	0.001462	-5.707879	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.997425	Critério de info Akaike		-5.017094
R-ajustado	0.997195	Critério Schwarz.		-4.752634
Estatística-F	4325.683	Durbin-Watson estat.		1.826049
Prob(Estatística-F)	0.0000			

Quadro 35 – Relação entre a variável valor da empresa (MBR), variáveis de governança e variáveis de controle para o ano de 2008, sem usar a transformação logarítmica de TOT

Variável Dependente: MBR08				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 238				
Amostra: 147 após ajuste				
Weighting series: REC08				
Tipo de peso: desvio-padrão				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
C	0.034281	0.134059	0.255714	0.7986
DEPC08	-0.145062	0.05899	-2.459091	0.0152
INDEP08	0.300522	0.0486	6.183595	0.0000
TOT08	-0.1184	0.076186	-1.554084	0.1225
TOT208	-0.01581	0.003082	-5.129727	0.0000
RELPORCONT08	0.646759	0.089164	7.253611	0.0000
REC08	0.000499	0.000187	2.677045	0.0084
VOLU08	-0.000441	0.0000668	-6.604876	0.0000
FCFF08	0.282674	0.109517	2.581093	0.0109
FCFF208	0.008207	0.003952	2.076614	0.0397
ET08	1.347788	0.037003	36.42384	0.0000
ONPN08	0.002004	0.002525	0.793622	0.4288
ON08	-0.00687	0.001548	-4.437424	0.0000
Estatísticas Ponderadas				
R-quadrado	0.997085	Critério de info Akaike		-4.892859
R-ajustado	0.996823	Critério Schwarz.		-4.628399
Estatística-F	3819.02	Durbin-Watson estat.		1.804302
Prob(Estatística-F)	0.0000			

Na regressão apresentada no Quadro 34, temos que as variáveis diretor executivo como presidente do conselho, número de conselheiros externos e tamanho do conselho, em suas duas formas, apresentaram a relação esperada e são estatisticamente significantes. Já a variável porcentagem de membros indicados por controladores apresentou relação oposta ao esperado, ou seja, coeficiente positivo.

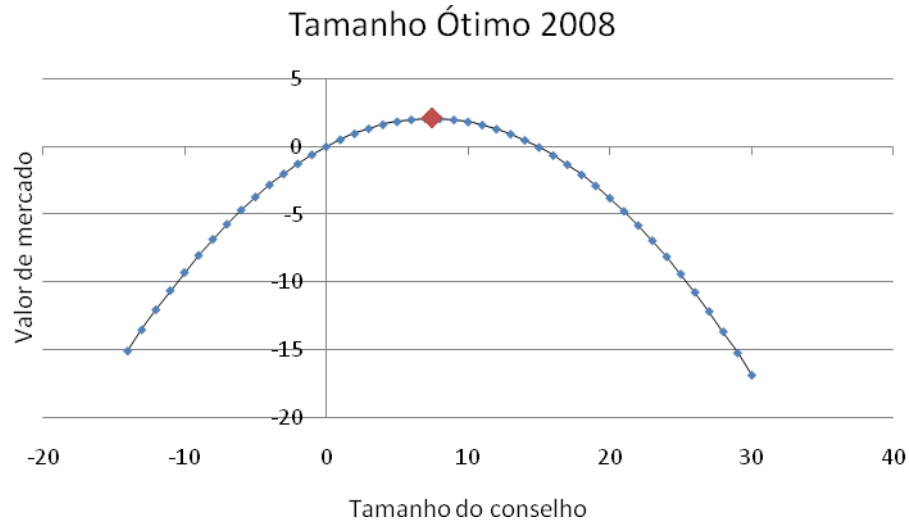
Em relação às variáveis de controle temos que as variáveis receita operacional, fluxo de caixa livre ao quadrado, alavancagem financeira e porcentagem das ações ordinárias nas mãos do(s) acionista(s) majoritário(s) apresentaram a relação esperada com a variável valor da empresa. Em ordem, temos que seus coeficientes foram positivo, positivo, positivo e negativo. As variáveis fluxo de caixa livre, em sua forma linear, e porcentagem das ações nas mãos do(s) acionista(s) controlador(es) apresentaram relação inversa à esperada. Para a variável volume não existe nenhum padrão pré-definido para o sinal do coeficiente.

Na segunda regressão (Quadro 35) temos que as variáveis de governança mantiveram a sua relação com a variável valor obtida na primeira regressão, com exceção da variável tamanho do conselho, que não se mostrou significativa. O mesmo ocorreu para as variáveis de controle, com exceção da variável porcentagem de ações nas mãos do(s) acionista(a) majoritário(s), que perdeu sua significância nessa segunda estimação.

Quadro 36 – Relação entre a variável valor e a variável tamanho do conselho para o ano de 2008

Variável Dependente: MBR08				
Método: Mínimos Quadrados				
Amostra (ajustada): 2 341				
Amostra: 168 após ajuste				
Variável	Coeficiente	Erro padrão	Estatística-t	Prob.
TOT08	0.555292	0.264141	2.102259	0.037
TOT208	-0.037234	0.027539	-1.352012	0.1782
R-quadrado	0.000277	R-ajustado	-0.005745	

Figura 3 – Relação ótima entre a variável valor da empresa e a variável tamanho do conselho em 2008



Ao estimarmos uma regressão da variável valor da empresa contra a variável tamanho do conselho, para o ano de 2008, obtivemos uma relação quadrática, na qual o número ótimo de componentes do conselho é de 7,45. Esse número se encontra dentro da banda estipulada, para se ter um conselho alinhado aos bons códigos de governança.

4. Resumo dos Resultados da Pesquisa

Os principais resultados obtidos com relação à significância estatística dos coeficientes são resumidos no quadro abaixo. O sinal entre parênteses representa o sinal do coeficiente obtido no modelo, enquanto o porcentual representa o nível de significância estatística do coeficiente com base na estatística *t*. A regressão do tipo 1 é a regressão estimada na primeira etapa do trabalho (regressão da variável valor contra somente as variáveis de governança). A regressão do tipo 2 é a regressão estimada na segunda etapa do trabalho (regressão da variável valor contra as variáveis de governança e as variáveis de controle).

Quadro 37 – Resumo dos resultados da pesquisa

Regressão tipo 1					
c/ transf. ¹⁶	INDEP	TOT	TOT2	DE	RELPORCONT
MBR06	(-) 0%	(-) 58%	(+) 1%	(-) 0%	(+) 0%
MBR07	(+) 0%	(+) 11%	(-) 0%	(-) 42%	(+) 0%
MBR08	(-) 0%	(+) 0%	(+) 31%	(+) 0%	(-) 0%
s/ tranf. ¹⁷					
MBR06	(-) 0%	(+) 0%	(-) 75%	(-) 0%	(+) 0%
MBR07	(+) 0%	(-) 3%	(-) 44%	(+) 96%	(+) 0%
MBR08	(-) 0%	(+) 0%	(-) 0%	(+) 0%	(-) 0%
Regressão tipo 2					
c/ transf.	INDEP	TOT	TOT2	DE	RELPORCONT
MBR06	(-) 1%	(+) 31%	(+) 80%	(-) 1%	(+) 7%
MBR07	(+) 0%	(+) 0%	(-) 0%	(-) 76%	(+) 0%
MBR08	(+) 0%	(+) 0%	(-) 0%	(-) 0%	(+) 0%
s/ tranf.					
MBR06	(-) 2%	(+) 0%	(-) 2%	(-) 2%	(+) 4%
MBR07	(+) 0%	(-) 0%	(+) 67%	(-) 22%	(+) 0%
MBR08	(+) 0%	(-) 12%	(-) 0%	(-) 1%	(+) 0%

Quadro 38 – Sinais esperados nas estimações

Sinais esperados				
INDEP	TOT	TOT2	DE	RELPORCONT
(+)	(+)	(-)	(-)	(-)

Como podemos ver através da análise do quadro de resultados (Quadro 37), os resultados dos coeficientes não seguem o mesmo padrão ao longo dos anos. E os resultados se alteram bastante quando comparamos os coeficientes obtidos na estimação do tipo 1 com os obtidos na estimação do tipo 2. Conseguimos encontrar um certo padrão para as variáveis “dependência do conselho” e porcentagem de conselheiros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s), na segunda estimação.

A variável diretor executivo como presidente do conselho apresenta uma relação negativa consistente com a variável valor de mercado da empresa. Tal resultado apresenta uma forte evidência de que as empresas que tiverem pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho obtiveram, em média, maior valor de mercado. Esse

¹⁶ Utilizando a transformação logarítmica do tamanho do conselho.

¹⁷ Sem utilizar a transformação logarítmica do tamanho do conselho.

resultado corrobora a hipótese de que a adoção das recomendações do IBGC e da CVM de separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho é saudável para a empresa.

A variável porcentagem de conselheiros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es) apresentou uma relação consistente positiva com a variável valor, o que era o oposto ao esperado. Segundo os códigos de governança o ideal seria que essa porcentagem fosse a menor possível, idealmente zero; logo, quanto maior fosse essa porcentagem esperaríamos que menor fosse o valor de mercado da empresa. O observado foi exatamente o oposto.

As demais variáveis não apresentaram um padrão consistente ao longo dos anos, o que não nos permite tecer nenhum tipo de comentário sobre elas.

5. Conclusão

O objetivo principal da pesquisa foi verificar, estatisticamente, se existe uma relação significativa entre governança corporativa e valor da empresa nas companhias abertas brasileiras, conforme as definições operacionais adotadas. Quatro variáveis de governança foram testadas contra a variável de valor corporativo:

- Número de membros externos compondo o conselho de administração (INDEP);
- Tamanho do conselho de administração (TOT);
- Presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho (DEPC);
- Porcentagem de membros do conselho indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s) (RELPORCONT).

A variável “independência do conselho” foi a variável que apresentou os resultados menos otimistas da pesquisa. No ano de 2006, a variável apresentou resultados opostos ao esperado para todas as estimações feitas. No ano de 2007 esse resultado se inverteu e esta variável apresentou resultados consistentes com os códigos de governança. Mas, esse resultado voltou novamente a se inverter em 2008. Mas, houve um leve aumento do número de membros externos compondo o conselho entre 2006 e 2008, o que sugere que as próprias empresas tenham percebido a necessidade de membros externos compondo seus conselhos, se adequando mais às recomendações dos códigos de governança.

A variável tamanho do conselho também apresentou resultados contraditórios durante o período analisado. No ano de 2006 os coeficientes que se mostraram significantes apresentaram a relação esperada. Já no ano de 2007 essa relação não foi tão clara. No ano de 2008, novamente temos os coeficientes estatisticamente significantes apresentando a relação esperada.

Era esperada, a partir das recomendações do IBGC e da CVM, a existência de uma faixa ótima para o tamanho do conselho. Na regressão, isto seria refletido em um comportamento quadrático da variável TOT, com sinal do coeficiente linear positivo e com sinal do coeficiente quadrático negativo, indicando uma concavidade para baixo da curva. Isso foi visto em todos os anos quando estimamos o valor de mercado das ações em função somente do tamanho do conselho. O tamanho ótimo do conselho variou entre 6,43 a 7,45 entre os anos de 2006 e 2008.

A variável diretor executivo como presidente do conselho apresentou resultados igualmente contraditórios ao longo dos anos analisados. Durante o ano de 2006, esta apresentou os resultados esperados, ou seja, relação negativa com o valor da empresa. No ano de 2007, essa variável não mostrou significância estatística em nenhuma das estimações. Já no ano de 2008, temos um resultado um tanto quanto contraditório. Quando estimamos a equação somente usando as variáveis de governança, a variável DEPC apresenta uma relação positiva com a variável valor, mas quando fazemos a regressão utilizando também as variáveis de controle, a variável “independência do conselho” passa a apresentar relação negativa com o valor, o que era esperado.

Na análise descritiva observou-se uma diminuição do número de empresas que apresentavam a mesma pessoa ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho. Esse número caiu de 34% para 28%.

Por último, observamos o comportamento da variável porcentagem de conselheiros indicados pelo(s) acionista(s) majoritário(s). Essa variável não apresentou um mesmo padrão ao longo dos anos analisados. Nos anos de 2006 e 2007 esta variável apresentou relação positiva com a variável dependente. Já no ano de 2008, essa variável apresentou o padrão desejado quando fizemos a regressão utilizando somente as variáveis de governança. Ao regredirmos todas as variáveis juntas, as de governança e as de controle, a variável RELPORCONT voltou a apresentar o comportamento mostrado nos anos de 2006 e 2007.

O que observou-se de positivo foi que na análise descritiva dos dados, esta variável (RELPORCONT), apresentou um comportamento de queda ao longo dos anos analisados. A

porcentagem de membros indicados pelo(s) acionista(s) controlador(es) caiu de 78% para 75% em média.

Dentre as variáveis de controle, a variável que se mostrou mais relevante, em questão de magnitude do coeficiente e significância estatística, foi a variável fluxo de caixa livre. Esta parece desempenhar um importante papel no ano de 2006, já que seu coeficiente se mostrou bem relevante tanto em magnitude quanto em significância. Porém, esta variável não demonstra um comportamento constante ao longo dos anos analisados. Nos anos de 2006 e 2007 ela apresenta uma relação negativa com a variável valor, corroborando com a hipótese de que um maior fluxo de caixa livre aumenta o poder discricionário do gestor, o que por sua vez aumenta as chances de expropriação do minoritário por parte do gestor. Entretanto, no ano de 2008, a relação verificada foi a oposta, ou seja, o fluxo de caixa livre aumentava o valor de mercado da empresa.

O presente trabalho pretende contribuir para as discussões qualitativas e quantitativas sobre governança corporativa no Brasil. O tema, apesar da sua importância e crescente discussão, necessita de mais trabalhos empíricos. Assim este trabalho pretende suscitar interesse para esta linha de pesquisa. A corroboração ou contestação dos resultados obtidos pode aprimorar as recomendações sobre uma melhor estrutura de governança corporativa, caso haja alguma, contribuindo em última instância para uma melhor gestão das empresas e para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Novos estudos podem ser feitos na busca da relação entre valor das companhias e suas governanças corporativas, utilizando um espaço de tempo maior. Ademais, testes estatísticos alternativos podem ser aplicados, como outras definições teóricas para as variáveis utilizadas.

Referências

BRASIL, **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976, disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 13. maio. 2010.

Códigos das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4.ed. / **Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**. São Paulo, SP:IBGC, 2009. 73p.

FREEMAN, R. E; McVEA, J. **A stakeholder approach to strategic management**. In M. Hitt, E. Freeman; J. Harrison, Handbook of strategic management. Ed. Blackwell Publishing, Oxford, p. 189-207, 2000.

JENSEN, M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and Corporate Objective Function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 8-21, Fall, 2001a.

_____. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organization forms**. Harvard University Press, 2003. 311p.

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

LAMEIRA, V; NESS, W; MACEDO-SOARES, T.D. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v.42, n.1, p.64-73, jan./fev./mar, 2007.

LA PORTA, R; SHLEIFER, A; LOPEZ-DE-SILANES, F; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v.106, p.1113-1155, 1998.

NESS, W, Jr.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus o vantagem fiscal do endividamento. **RAUSP**, São Paulo v.36, n.2, p.89-102, abril/junho 2001.

Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa. 1.ed./ **Comissão de Valores Mobiliários**. São Paulo, SP: CVM, 2001. 13p.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. Editora Saint Paul, 2001. 181p.

_____. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Editora Saint Paul, 2006. 251p.

STERNBERG, E. The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine. **Centre for Business and Professional Ethics**, Leeds, UK, November, 1999.

Anexo

- **CAPÍTULO I - Características e Natureza da Companhia ou Sociedade Anônima - Companhia Aberta e Fechada - Art. 4º - § 4º** O registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado somente poderá ser cancelado se a companhia emissora de ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta, em conformidade com o disposto no art. 4º-A.

§ 6º O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

- **CAPÍTULO XX - Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas - SEÇÃO VI - Alienação de Controle- Divulgação - Art. 254-A.** A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle¹⁸.
- **CAPÍTULO XII - Conselho de Administração e Diretoria - SEÇÃO I - Conselho de Administração - Voto Múltiplo- Art. 141 - § 4º** Terão direito de eleger e destituir

¹⁸ As informações apresentadas sobre a nova Lei das S.A.s (Lei nº 10.303, de 2001) estão disponíveis no site da CVM, <www.cvm.gov.br>.

um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

- **CAPÍTULO III - Ações - SEÇÃO III - Espécies e Classes – Espécies - Art. 15 - § 2º** O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.
- **CAPÍTULO X - Acionistas - SEÇÃO II - Direitos Essenciais - Art. 109 - § 3º** O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.¹⁹

¹⁹ Os capítulos não estão em ordem cronológica, para facilitar ao leitor relacionar os comentários feitos na Introdução, item 1.3, com a Lei das S.A.s.