IBMEC São Paulo

Faculdade de Economia e Administração

Piero Cidale

Governança corporativa e o valor agregado ao acionista no ano de 2008

São Paulo

2009

Piero Cidale

Governança corporativa e o valor agregado ao acionista no ano de 2008

Monografia apresentada ao curso de ciências econômicas, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel do IBMEC São Paulo

Orientador: Profª. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

São Paulo

2009

Cidale, Piero
Governança corporativa e o valor agregado ao acionista no ano de 2008/ Piero Cidale – São Paulo: IBMEC São Paulo, 2009.
N°f. 41.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração IBMEC São Paulo.

Orientadora: Profª. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi.

1.Governança Corporativa 2.Desempenho Corporativo 3.Acionista

Piero Cidale

Governança corporativa e o valor agregado ao acionista no ano de 2008

Monografia apresentada ao curso de ciências econômicas, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel do IBMEC São Paulo

Aprovada em junho de 2009

Examinadores

Orientador: Profª. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

Examinador: Profº. Ph.D. José Luiz Rossi Júnior

Examinador: Profº Dr. Charles Kirschbaum

Dedicatória

Dedico esta monografia aos meus pais, Giuliano e Eliana, que sempre me apoiaram e acreditaram em mim, seja me buscando no São Marquinhos ou acordando às 4 horas da manhã para me dar bom dia no início de minha jornada diária. E que sempre se esforçaram, sem perceber, ao máximo para me passar todo amor que um pai e uma mãe devem passar para um filho. Parte deste diploma também é de vocês.

Dedico também ao meu avô, Agenor Antunes Batista, que mesmo não estando mais presente, tenho certeza que estará sempre ao meu lado e torcendo por mim. Espero que o senhor esteja orgulhoso de mim, sinto muito sua falta.

Agradecimentos

Agradeço aos meus pais, Giuliano e Eliana, por terem me dado uma base ética e honesta, pelo incentivo e educação, pelo apoio e participação em todos os momentos de minha vida, por sempre acreditarem em mim e principalmente por todo amor que foi me dado.

Agradeço aos meus avós, Agenor e Edinalva, pelo carinho e ensinamentos de vida que, direta ou indiretamente, sempre me passaram.

Agradeço a minha Tia Má, professora doutora, que sempre me fez enxergar a importância da educação e trabalho duro em nossas vidas.

Agradeço a todas as outras pessoas da minha família por me mostrar e sentir quais os valores essenciais da vida.

Agradeço a Bruna Paiva, pelo companheirismo, carinho, apoio e paciência dedicados a mim nesses anos de faculdade.

Agradeço aos meus amigos e amigas que comigo partilharam momentos de felicidades e decepções durantes esses anos de vida.

Finalmente, agradeço a professora Andrea Minardi pelas contribuições teóricas e práticas que em muito enriqueceram, durante as aulas na faculdade e período em que me orientou para monografia, minha visão sobre economia.

Resumo

Este estudo examina a relação, em 2008, entre nível das práticas de Governança Corporativa de empresas brasileiras e valor da firma, através da construção do índice de Governança Corporativa para uma amostra de empresas financeiras e não-financeiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Os resultados empíricos confirmam um aumento no nível das práticas de Governança Corporativa, causado pela evolução em todas as dimensões da Governança e pelo grande número de firmas que se listaram ao Novo Mercado da Bovespa. Utilizando métodos econométricos, os resultados mostram uma associação negativa entre valor da empresa e práticas de Governança Corporativa, indicando que, diferentemente de outros artigos realizados para anos anteriores, melhores práticas de Governança Corporativa não criam valor para a firma no ano de 2008.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Índice de Governança Corporativa, Valor da Firma, Q de Tobin.

Abstract

This study examines the relationship, in 2008, between Brazilian firm-level corporate governance practices and firm value, through the construction of a corporate governance practices index for a sample of financial and non-financial companies listed in the São Paulo Stock Exchange. The empirical results confirm an increase of firm-level corporate governance practices, caused by an evolution in all dimensions of the corporate governance and a great number of firms that joined Bovespa's New Market. Using econometrics methods, the results shows a negative association between corporate governance practices and firm value, indicating that, differently than articles for previously years, better practices of corporate governance do not add value to the firm for the year of 2008.

Keywords: *Corporate Governance, Corporate Governance Index, Firm Value, Tobin's Q.*

Sumário

1. **Introdução 8**
2. **Revisão de Literatura 12**
3. **Metodologia 16**
   - **3.1 Índice de Governança Corporativa (CGI) 16**
   - **3.2 Especificação do Modelo 18**
   - **3.3 População, amostra e coleta de dados 25**

4. **Estatística Descritiva 27**
5. **Análise dos Resultados 34**
6. **Conclusão 37**
7. **Bibliografia 39**

1. Introdução

O debate sobre a estrutura de governança corporativa foi intensificado na última década no Brasil quando a abertura da economia, privatização e entrada de novos investidores exigiu novos esforços com relação à prática de melhores níveis de governança corporativa. Esses fatores levaram há iniciativas fundamentais como a elevação da qualidade nas práticas de governança corporativa no Brasil. Dentre elas destacam-se a criação do "Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa" pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999, a cartilha criada em 2002 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) intitulada de "Recomendações sobre Governança Corporativa", e a criação do "Novo Mercado", em dezembro do ano 2000, pela Bovespa, no qual empresas listadas nesse segmento devem exercer boa prática de governança.

A partir dessas mudanças, foi possível diminuir o grau de assimetria de informação entre as firmas e seus acionistas. Mesmo assim, a grande maioria das firmas no Brasil ainda exerce práticas de governança corporativa em níveis insatisfatórios, inibindo a entrada de novos investidores e transmitindo incerteza ao mercado, o que pode resultar numa ineficiência indesejável no mercado financeiro brasileiro.

O objetivo deste trabalho é, em primeiro lugar, construir o índice de governança corporativa, proposto por Leal (Leal & Carvalhal-da-Silva, 2004), que é capaz de alcançar uma descrição compreensiva sobre o nível de governança corporativa exercida por firmas brasileiras em um mesmo ambiente contratual, e em segundo lugar analisar empiricamente se boas práticas de governança chegam de fato a aumentar o valor monetário para seus acionistas.

O presente estudo justifica-se pela importância do tema para o desenvolvimento do mercado de capital no país. Entender as variáveis determinantes de melhorias no mercado financeiro é de suma importância para qualquer empresa que almeja crescimento sustentável. Aproveitar a oportunidade de se destacar num ambiente, ainda pouco eficiente como é o caso do mercado financeiro brasileiro, pode ser crucial na distinção de grandes e pequenas empresas. Além disso, para qualquer investidor a análise das práticas de governança corporativa auxilia na decisão de investimento, conforme afirmado na cartilha "Recomendações da CVM Sobre Governança Corporativa"

> A governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.
> Disponível em www.cvm.gov.br.

O entendimento da estrutura de governança corporativa é imprescindível no que tange à sua influência direta na eficiência de mercado, possível criação de valor para o acionista e melhoria de desempenho da firma.

A criação dos segmentos de listagem pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) permitiu um ambiente de negociação mais atrativo aos investidores, o que gera valorização das empresas. Através da listagem de segmentos cada empresa sinaliza ao mercado o seu grau de comprometimento com o seu grupo de interesse (*stakeholders*[1]), que retribuíram a empresa lhe atribuindo maior credibilidade.

O segmento "Novo Mercado" foi o que mais cresceu nos últimos anos. Desde 2004, 110 empresas abriram o capital na Bolsa de Valores de São Paulo das quais 78 listaram-se ao "Novo Mercado". Sua premissa básica é que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias, assim, as empresas listadas devem se comprometer voluntariamente a adoção de práticas de governança em níveis adicionais aos que a lei exige.

Isso justifica a atenção e a recepção especial que os investidores têm com companhias listadas neste segmento e a imensa adesão de novas empresas a este, bem como, a migração de firmas listadas em segmentos inferiores.

A Tabela 1 contém uma comparação das principais exigências de cada segmento de listagem.

[1] Partes interessadas da firma, como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores.

Tabela 1 – Comparativo entre Segmentos

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (*free float*[2])	No mínimo 25% de *free float*	No mínimo 25% de *free float*	No mínimo 25% de *free float*	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de *Tag Along*[3]	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Adaptado do site da Bovespa (www.bovespa.com.br).

[2] Quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação em mercados organizados.

[3] Direito de alienação de ações conferido a acionistas minoritários, em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia.

De acordo com o “Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa” do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)

> Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Os princípios básicos que inspiram o “Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança Corporativa” são:

- Transparência: a boa comunicação e disponibilidade de informação, entre a empresa e terceiros, no que tange desempenho econômico-financeiro, ações empresariais e criação de valor para a empresa, resulta num ambiente de segurança, especialmente se tal iniciativa for de forma espontânea. Os benefícios gerados por boas práticas desta ação são uma maior precisão na precificação das ações da empresa negociadas no mercado acionário, maior eficiência no processo de acompanhamento e fiscalização, melhora da imagem institucional, e mitigar riscos aos seus investidores relacionados à assimetria de informação, gerando uma maior demanda pelos ativos da empresa.
- Equidade: não é aceitável qualquer prática ou política discriminatória, sob quaisquer pretextos sobre grupos minoritários detentores de capital da empresa, clientes, colaboradores, fornecedores ou credores. Todas as partes relacionadas à firma devem ser tratadas de forma justa e igualitária.
- Prestação de contas: os indivíduos encarregados pela governança corporativa da firma devem prestar contas de sua atuação a todos aqueles que os elegeram e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.
- Responsabilidade Corporativa: envolve todos os relacionamentos da empresa com a comunidade em que a sociedade atua. Ou seja, os executivos devem incorporar em suas operações questões sociais e ambientais, visando sustentabilidade e visão de longo prazo.

O conceito de governança corporativa que norteará esse trabalho é o de Jensen (Jensen, 2001),

> Governança é a estrutura de controle de alto nível, que consiste nos direitos de decisão do Conselho de Administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do Conselho de Administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros.

Numa visão mais ampla, como reflexo das melhores práticas de governança, o mercado acionário brasileiro é beneficiado com aumento de liquidez das ações negociadas, uma maior demanda por emissões e uma canalização da poupança na capitalização das empresas. Desta forma, o Brasil é promovido com uma maior dinamização da economia e engloba empresas mais fortes e competitivas em âmbito internacional.

O restante deste trabalho será organizado da seguinte maneira: seção 2 apresenta a revisão de literatura na mesma linha de pesquisa deste trabalho; seção 3 apresenta a metodologia de pesquisa, incluindo modelos e variáveis utilizadas; seção 4 apresenta a estatística descritiva dos dados; seção 5 apresenta e discute os resultados empíricos obtidos; e na seção 6 a conclusão do trabalho.

2. Revisão de Literatura

Houve sempre um longo debate na literatura sobre como mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas. A fim de analisar a relação entre práticas de governança corporativa, valor da firma e desempenho, Leal (Leal & Carvalhal-da-Silva, 2004) desenvolveram um índice capaz de mensurar diferentes níveis de práticas de governança entre firmas brasileiras.

Seus resultados empíricos mostram uma substancial diferença entre os níveis de práticas de governança das 131 firmas brasileiras de sua amostra, abrangendo desde firmas com o índice igual a 1 a firmas com índice igual a 14. Outro resultado interessante é que 70% da amostra apresenta índices entre 5 e 9, indicando níveis medianos de governança para a

grande maioria das empresas brasileiras, e apenas 4% da amostra apresenta bons níveis de governança, com valores entre 10 e 15.

Quanto à relação entre grau de governança corporativa e valor da firma, os testes tiveram resultados estatisticamente significantes que suportaram suas hipóteses iniciais de que boas práticas de governança corporativa geram valor a empresa.

Segundo La Porta (La Porta *et al*., 1998), o nível de proteção legal oferecido a investidores externos é o elemento chave para explicar os diferentes padrões de governança corporativa entre a estrutura dos sócios e, conseqüentemente o modelo de governança corporativa pode ser visto em equilíbrio como resposta ao sistema legal em que a firma opera.

Klapper (Klapper & Love, 2004), porém, observaram que há uma grande variação na qualidade de prática de governança corporativa adotada por firmas submetidas ao mesmo ambiente contratual, citando exemplos de firmas com altos índices de GC em países com baixa proteção ao investidor e vice-versa.

La Porta (La Porta *et al*., 2000), Claessens (Claessens *et al*., 2002) e Beck (Beck *et al*., 2001) analisam a relação entre financiamento e o nível de proteção legal do investidor, sugerindo que diferenças na estrutura legal e no *enforcement* da lei tem impacto na política de dividendos, na captação de financiamento externo e no valor de mercado da firma. Himmelberg (Himmelberg *et al*., 1999, 2001) argumenta que o nível de proteção oferecido ao investidor tem 2 componentes: O primeiro externo, relacionado ao sistema em que a firma opera (proteção legal), e o segundo interno, relacionado ao tipo de atividade realizada e outras características observáveis da firma (proteção endógena).

Silveira (Silveira & Junior, 2007) analisa os impactos de práticas ruins de governança corporativa sobre o valor de mercado da empresa. Seu trabalho encontra evidências de uma forte reação negativa do mercado quando se divulga disputas entre acionistas controladores e minoritários no Brasil. Reforçando a importância da adoção de boas práticas de governança a fim evitar destruição de valor da empresa em função de conflitos entre os acionistas.

Segundo Andrade (Andrade e Rossetti, 2004), a adoção de boas as práticas de governança "torna os negócios mais seguros e menos expostos a riscos externos".

Jensen (Jensen and Meckling, 1976) e Morck (Morck *et al*., 1988) pesquisaram sobre a relação entre valor da empresa e as estruturas societárias e concluíram que um grande número de acionistas beneficia o valor da empresa, pois muitos investidores podem monitorar melhor a administração da mesma.

Com relação ao crescimento econômico, merece ser destacado nos estudos de Andrade (Andrade e Rossetti, 2004) citado por Rogers (Rogers, 2006):

> Um bom sistema de governança pode reforçar as competências e ampliar as bases de valor das empresas ao harmonizar interesses e contribuir para que os resultados corporativos tornem menos voláteis, aumentando assim a confiança dos investidores e fortalecendo o mercado de capitais, o que resultaria num maior crescimento econômico.

Essa inter-relação está esquematicamente representada pela Figura 1.

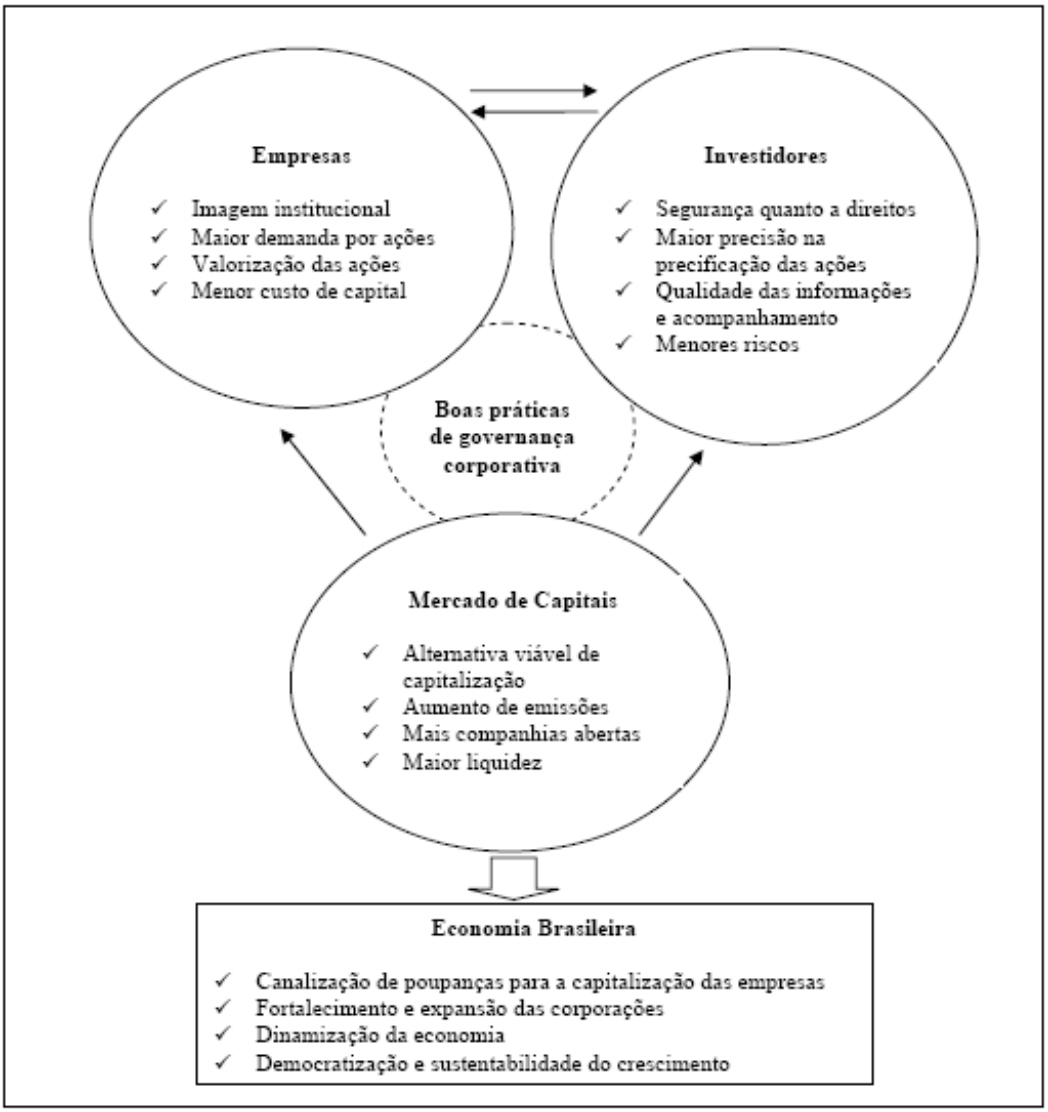

Figura 1 – Da boa governança à atratividade e ao desenvolvimento do mercado
Fonte: ROGERS, P. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil**. Uberlândia: Faculdade de Gestão e Negócios – Universidade Federal de Uberlândia (FAGEN/UFU), p. 20, 2006.

Rogers (Rogers, 2006) relaciona os mecanismos de controle que uma firma possui para exercer boas práticas de governança corporativa, classificando-os entre interno e externo, de acordo com o ambiente em que ele se encontra, se dentro ou fora da firma. Os principais mecanismos de governança corporativa estão expostos na Tabela 2, assim como suas relações com o ambiente do mercado brasileiro.

Tabela 2 – Mecanismos de Governança Corporativa

	Mecanismos	Questões Relacionadas no Brasil
Mecanismos Externos	Ambiente Legal e Regulatório	Nova Lei das S/As.
		Nova Lei de Falências
		Incentivos para os Fundos de Pensão
	Padrões Contábeis Exigidos	Melhor Evidenciação e Padronização Internacional (*disclosure*)
	Controle pelo Mercado de Capitais	Níveis Diferenciados de Governança da Bovespa (Análise do IGC)
		American Depositary Receipts (ADR's)
	Pressões de Mercados Competitivos	Mercado da Empresa
		Mercado de Trabalho dos Executivos
		Agências de Rating
	Ativismo de Acionistas	Códigos de Melhores Práticas
Mecanismos Internos	Estrutura de Propriedade	Grau de Concentração
		Identidade dos Controladores
		Controle Indireto
	Estrutura de Capital	Relação com a Estrutura de Controle
	Conselhos de Administração	Papel, Tamanho e Composição dos Conselhos
		Conselho Fiscal
		Auditoria Interna e Externa
	Sistema de Remuneração dos Executivos	Remuneração variável vinculada a metas de desempenho
	Monitoramento Compartilhado	Papel dos Investidores Institucionais no Controle
	Estruturas Multidivisionais de Negócios	Papel da Diversificação na Governança

Fonte: Adaptado de Rogers (2006, p. 57-58)

3. Metodologia

A preocupação desta pesquisa é responder se boas práticas de governança corporativa criaram valor aos acionistas da empresa no ano de 2008. Para responder a essa questão foi construído um índice de Governança Corporativa proposto por (Leal & Carvalhal-da-Silva, 2004) para as empresas listadas na BOVESPA. O índice de Governança Corporativa foi utilizado como variável que explica criação de valor, considerando-se outras variáveis explicativas de controle. A metodologia foi uma *cross-section*.

3.1 Índice de Governança Corporativa (CGI)

Foi utilizada a metodologia proposta por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), para a criação de um índice capaz de mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas selecionadas para a análise. Esse índice, chamado de *Corporate Governance Index* (CGI), serve como uma medida abrangente para o nível de qualidade das práticas de governança corporativa da firma e seus diferentes atributos, que podem não ser exigidos pela lei, mas são sugeridos e considerados como boas práticas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e pelos padrões internacionais de governança corporativa.

Para a criação do CGI foi adaptado um questionário binário e objetivo com 15 questões, nas quais, todas foram respondidas com dados secundários publicados pelas empresas. Para cada resposta positiva, ou seja, resposta “sim” para a questão avaliada, foi somado um ponto ao índice da empresa em questão.

O índice foi construído visando quatro dimensões consideradas importantes pela literatura, que são: grau de transparência (acesso as informações); composição e funcionamento do conselho administrativo da empresa; ética e conflito de interesses; e direitos dos acionistas.

O questionário para a composição do índice de governança corporativa (CGI) está apresentado abaixo na Tabela 3. Informações adicionais sobre a construção do índice podem ser encontradas em Leal e Carvalhal-da-Silva (2004).

Tabela 3 – Questionário para o índice

#	**Acesso às informações**
1	A empresa exibe seus relatórios financeiros legalmente na data requerida?
2	A empresa utiliza padrões internacionais de contabilidade (US-GAAP ou IAS-GAAP)?
3	A firma que presta auditoria para a empresa está classificada como uma das líderes de mercado mundial em auditoria?
	Estrutura do Conselho de Administração
4	O Presidente do Conselho Administrativo e o CEO são pessoas diferentes?
5	O Conselho Administrativo da empresa é claramente formado por diretores externos e possivelmente independentes?
6	O Conselho Administrativo é composto de 5 a 9 membros, como é recomendado pelo Código de Boa Prática do IBGC?
7	Os membros do Conselho Administrativo possuem mandato unificado de um ano, como é recomendado pelo Código de Boa Prática do IBGC?
8	Existe uma junta fiscal permanente?
	Ética e Conflitos de Interesse
9	Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações ordinárias?
10	As ações preferenciais correspondem a menos de 20% do total de ações?
11	O excesso de direitos de controle em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa do controlador é maior que 1?
12	A quantidade de ações deixadas à livre negociação do mercado (*free-float*) é maior ou igual a 25%?
	Direitos dos Acionistas
13	A empresa recorre a uma câmara de arbitragem para solucionar conflitos corporativos?
14	A escritura da empresa garante direito de voto adicional além do que a lei exige?
15	A empresa concede *tag along* além do que a lei exige?

Fonte: LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v. 3, n. 1, p. 16, 2004.

3.2 Especificação do Modelo

Foi realizada uma análise em *cross-section*, ou seja, uma amostra de empresas e informações sobre a mesma, tomadas em um determinado ponto no tempo, no caso da pesquisa no ano de 2008. Primeiramente, foi utilizado assim como Silveira (Silveira *et al*, 2004), o modelo econométrico de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que assume homocedasticidade[4]. Este é o modelo mais simples e mais utilizado na literatura para regressões em *cross-section* e com fatores não-observáveis homocedásticos.

Em seguida, foi realizado o teste estatístico de Breusch-Pagan para concluir se a hipótese de homocedasticidade é rejeitada ou não. A um nível de significância de 5%, foi rejeitada a hipótese nula de homocedasticidade. Assim, uma nova regressão foi estimada pelo método dos Mínimos Quadrados com erros-padrão robustos, no qual o método leva em conta o fato da variância dos fatores não-observáveis não ser constante, atribuindo através de uma ponderação das informações pelo desvio-padrão do erro um maior peso para observações com menor variabilidade do erro.

As variáveis analisadas foram selecionadas com base na literatura.

(i) Desempenho Corporativo

A variável dependente consiste no desempenho corporativo. Seguindo a linha de pesquisa de Silveira (Silveira *et al*., 2007), foram utilizadas duas medidas de desempenho corporativo neste estudo:

- O indicador "Q de Tobin" que relaciona o valor de mercado da empresa com os seus ativos, este indicador foi escolhido por ter sido utilizado em outros estudos sobre governança corporativa, como o de Silveira (Silveira *et al*., 2004) e Silveira (Silveira *et al*., 2007).

[4] Variância dos fatores não-observáveis não muda ao longo de diferentes segmentos da população.

Tobin (Tobin, 1958) definiu o seu indicador como:

$$Q\,de\,Tobin = \frac{Valor\ de\ Mercado\ das\ Ações + Valor\ de\ Mercado\ das\ Dívidas}{Valor\ de\ \mathrm{Re}\ posição\ dos\ Ativos}$$

Porém, devido a dificuldade de obtenção do Valor de Mercado das Dívidas e do Valor de Reposição dos Ativos, por não serem observáveis em geral, será utilizado os mesmo critérios de Silveira (Silveira *et al*., 2004) e o Q de Tobin será aproximado pela seguinte equação:

$$Q\,de\,Tobin \cong \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT}$$

Onde:

VMAO – valor de mercado das ações ordinárias;
VMAP – valor de mercado das ações preferenciais;
DIVT – valor contábil do exigível total, sendo igual a passivo circulante menos o ativo circulante mais o exigível a longo prazo mais os estoques;
AT – ativo total da companhia.

- Valor de Mercado das ações dividido pelo valor contábil do patrimônio líquido.

As variáveis explicativas selecionadas foram:

(i) Estrutura de Propriedade e Controle

Segundo Leal e Valadares (2002, p. 10), citado em pesquisas de Silveira (Silveira *et al*., 2004) a distinção entre controle e propriedade é caracterizada no Brasil por ações ordinárias, com direito de voto, e preferenciais, sem direito de voto. Portanto, para captar este efeito, foram utilizadas as seguintes variáveis relacionadas à estrutura de controle e propriedade:

- Direitos de controle (*DC*) – representa o direito relativo de voto do acionista controlador. A *proxy* utilizada é o percentual de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es) em relação ao total de ações ordinárias;
- Direitos sobre fluxo de caixa (*DFC*) – representa o direito relativo de propriedade do acionista controlador. A *proxy* utilizada é o percentual do total de ações em posse do(s) acionista(s) controlador(es) e relação ao total de ações da empresa.

Foram considerados como acionistas controladores, aqueles identificado pela própria firma em seu Informativo Anual (IAN) ou Informativo Trimestral (ITR), referentes ao ano de 2008, disponibilizados no site CVM.

(ii) Indicadores Financeiros

Espera-se que empresas mais lucrativas tenham um desempenho melhor devido ao fato destas serem negociadas com um prêmio sobre uma menos rentável. Como métrica para rentabilidade da firma foi utilizado o retorno sobre o ativo (ROA) com dados contabilizados ao final do ano de 2008:

- ROA – relação entre lucro líquido e ativo total. É definido como:

$$\text{ROA} = \frac{Lucro\,Líquido}{Ativo\,Total}$$

(iii) Tamanho da Empresa

Para *proxy* do tamanho da empresa (TMO) foi utilizada a metodologia de Silveira (Silveira *et al*., 2007) que é definida como:

- Tamanho da empresa (TMO) – logaritmo do valor contábil do ativo total, obtido no banco de dados ECONOMATICA e medido em milhares de reais, ao fim do exercício de 2008.

(iv) Setor de atuação da empresa

Para captar a influência do setor de atuação da empresa (SET) sobre o valor da firma foram utilizadas *dummies* binárias caracterizando cada firma com seu setor de atuação. O critério de classificação dos dados foi estabelecido pelo banco de dados ECONOMATICA, sendo que as empresas da amostra são relacionadas com 20 destas categorias:

- Setores da Economia (SET) – Agro e Pesca (1); Alimentos e Bebidas (2); Comércio (3); Construção (4); Eletroeletrônicos (5); Energia Elétrica (6); Finanças e Seguros (7); Máquinas Industriais (8); Mineração (9); Minerais não Metálicos (10); Outros (11); Papel e Celulose (12); Petróleo e Gás (13); Química (14); Siderurgia & Metalurgia (15); Softwares e Dados (16); Telecomunicações (17); Têxtil (18); Transportes e Serviços (19); Veículos e peças (20).

(v) Idade da Firma

- Idade da Firma (IDADE) – número de anos desde a fundação da empresa.

(vi) Identidade do acionista controlador

Novamente, seguindo a metodologia de Silveira (Silveira *et al*., 2007), foi considerada através de *dummies* binárias a variável de identidade do controlador (IDC) da empresa:

- Propriedade privada estrangeira (PPE) – controle nas mãos de multinacional ou grupo de investidores estrangeiros;
- Propriedade privada nacional (PPN) – controle nas mãos de grupo de investidores de origem nacional;
- Propriedade Familiar (PFA) – controle nas mãos de familiares ou de um único investidor, incluindo controle através de fundações ou *holdings*[5] que representam fundadores ou herdeiros da firma;
- Propriedade Estatal (PES) – controle exercido por governo federal, estadual ou municipal.

(vii) Emissão de ADRs

Sujeita às exigências da Lei Sarbanes-Oxley de 2002 (SOX) e as regras das bolsas norte-americanas, é possível dizer que empresas brasileiras com ações negociadas nos EUA, apresentem níveis de prática governança corporativa elevados:

- ADRs[6] (ADR) – caso a empresa tenha ADRs negociadas na bolsa de Nova York (NYSE) ou na NASDAQ, a variável binária recebe o valor igual a 1.

[5] Empresa que possui como atividade principal, participação acionária majoritária em uma ou mais empresas.

[6] Instrumento de negociação criado para que emitentes de títulos cotados em outros países atendessem às normas e regulamentos norte-americanos de registro de títulos, e facilitar o recebimento de dividendos por parte de investidores dos Estados Unidos.

(viii) Tipo de operação

Utilizando a metodologia de Himmelberg (Himmelberg *et al*., 1999) em que supõe que firmas com ativos mais difíceis de monitorar (intangíveis) terão como respostas melhores práticas de governança corporativa como forma de mitigar esses riscos gerados aos investidores para descrever a natureza das operações (OPE) das firmas analisadas:

- Natureza das operações (OPE) – relação entre Ativo Total e Vendas da firma.

(ix) *Free Float*

- *Free Float* (FFL) – percentual de ações para livre comercialização em relação ao total de ações da empresa.

(x) Índice de *Payout*

A inclusão desta variável se justifica pelo fato de uma associação entre direito de controle e parcela do lucro distribuído em dividendos, devendo ter uma menor concentração de direitos de controle ligado a um maior índice de *payout*.

- Índice de *Payout* (PAY) – razão entre dividendos pagos por ação e lucro líquido por ação. Definido como:

$$\text{Índice de } Payout = \frac{Dividendos / ação}{Lucro\,Líquido / ação}$$

Utilizados dados contabilizados ao final do ano de 2008.

(xi) Alavancagem

O grau de alavancagem da empresa mostra como a empresa trabalha com capital de terceiros, tendo assim influência no valor e no desempenho da firma.

- Alavancagem (ALA) – razão entre dívida financeira total e ativo total da empresa.

$$\text{Alavancagem} = \frac{Dívida\ Finaceira}{Ativo\ Total}$$

(xii) Investimento

- Taxa de investimento (INV) – proporção de investimento que a empresa faz em seus ativos imobilizados.

$$\text{Taxa de investimento} = \frac{Investimento}{Ativo\ \text{Im}obilizado\ Bruto}$$

(xiii) Região

Tendo em vista que a região (REG) onde a matriz da empresa está localizada pode afetar o desempenho e o valor da firma, foram criadas três *dummies* para captar estes efeitos sobre a região Sul, Sudeste e demais regiões do país.

- Sul (SUL) – atribui valor 1 à *dummy* caso a matriz da empresa esteja situada nesta região.
- Sudeste (SUD) – atribui valor 1 à *dummy* caso a matriz da empresa esteja situada na região Sudeste.
- Demais regiões (DRG) – atribui valor 1 à *dummy* caso a matriz da empresa esteja situada em regiões que não sejam Sul e Sudeste.

As informações foram coletadas de acordo com os dados fornecidos pela própria empresa em informativos anuais (IAN) no site da CVM.

3.3 População, amostra e coleta de dados

A base de dados é composta por 188 firmas financeiras e não-financeiras, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). A amostra não inclui firmas com as seguintes características:

- Informação incompleta ou não-disponível;
- Valor negativo do ativo;
- Valor negativo do patrimônio líquido;
- Firmas com pouca liquidez.

O questionário para a construção do CGI foi respondido com base nos dados contidos em informativos sobre Governança Corporativa do site da Bovespa (www.bovespa.com.br), informativos anuais (IAN), informativos trimestrais (ITR) e Estatuto Social da empresa, todos referentes ao ano de 2008, disponibilizados no site da CVM (www.cvm.gov.br). Para a coleta de dados financeiros e contábeis, foi utilizado o banco de dados do ECONOMATICA.

O modelo de regressão é definido em (1)

$$QTobin_i = \alpha + \beta_1 CGI_i + \beta_2 CGI\text{^}2_i + \beta_3 DC_i + \beta_4 DF_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 TMO_i +$$
$$+\beta_7 IDADE_i + \beta_8 IDADE\text{^}2_i + \beta_9 ADR_i + \beta_{10} OPE_i + \beta_{11} FFL_i + \beta_{12} PAY_i + \beta_{13} ALA_i +$$
$$+\beta_{14} INV_i + \sum_{j=1}^{20} \delta_j SET_{ji} + \sum_{l=1}^{4} \gamma_l IDC_{li} + \sum_{m=1}^{3} \varphi_m REG_{mi} + u_i \qquad \textbf{(1)}$$

Onde:

CGI = índice de Governança Corporativa;
CGI^2 = índice de Governança Corporativa ao quadrado;
DC = direitos de controle;
DF = direitos sobre fluxo de caixa;
ROA = retorno sobre o ativo;
TMO = tamanho da empresa;
IDADE = número de anos desde a fundação da firma;

IDADE^2 = idade ao quadrado;

ADR = *dummy* caso a empresa tenha ADR negociada em bolsa estrangeiras;

OPE = tipo de operação da empresa;

FFL = percentual de ações para livre comercialização;

PAY = índice de *payout* da firma;

ALA = grau de alavancagem da empresa;

INV = taxa de investimento da firma;

SET = variáveis *dummies* de controle para cada setor da economia;

IDC = variáveis *dummies* para identidade do controlador da empresa;

REG = variáveis *dummies* para controle da região na qual a sede da firma está localizada;

u_i é o termo erro associado ao indivíduo *i*, ele contém as variáveis não-observáveis que afetam a variável dependente.

A partir dos resultados obtidos por pesquisas anteriores utilizadas no presente estudo, espera-se coeficientes estatisticamente significantes com os seguintes sinais:

- β_1, β_5, β_6, β_{13} e $\beta_{14} > 0$;
- $\beta_{10} < 0$;
- δ, γ e φ são coeficientes de variáveis *dummies* de controle.

A hipótese levantada é de que estes sinais representam como cada variável explicativa cria impacto sobre a variável dependente Q-Tobin.

4. Estatística Descritiva

Com base no levantamento do índice de governança corporativa para cada empresa pertencente à amostra, foram realizadas as estatísticas descritivas expostas a seguir:

Tabela 4 – Estatística Descritiva do CGI

Variável	Amostra	Média	Desvio Padrão	Mediana	Assimetria	Mínimo	Máximo
CGI	188	8,71	3,68	10	-0,52	0	15

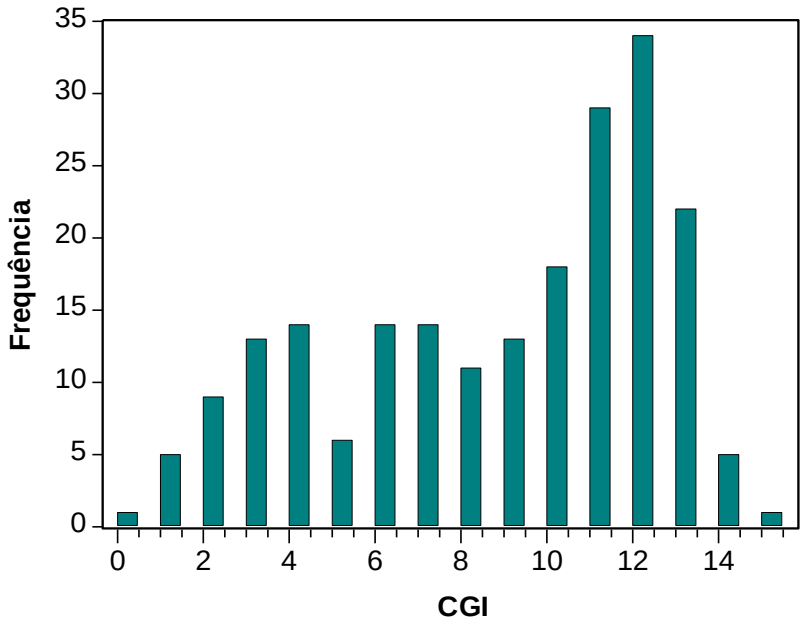

Figura 2 – Histograma do índice de governança corporativa

A Tabela 4 mostra resultados significativos para os níveis de governança corporativa exercidos no Brasil em 2008. Na Figura 2 nota-se uma alta freqüência de empresas com índices entre 10 e 13, mostrando um elevado número de empresas preocupadas em exercer boas práticas de governança. Apesar de Silveira (Silveira *et al*, 2004) utilizar uma metodologia diferente no levantamento do índice de governança corporativa, pode-se realizar um comparativo entre as duas estatísticas descritivas do índice. Em seu estudo, Silveira (Silveira *et al*, 2004) constatou uma média para o índice de governança corporativa de 6,76 para o ano de 2002, isso mostra uma boa evolução na média quando comparada com os resultados obtidos no presente estudo, de 8,67 para o ano de 2008. Outra estatística que

confirma a evolução nas práticas de governança é a mediana, que foi de 6 em 2002, para 10 em 2008, mostrando um aumento na concentração de empresas em patamares superiores de governança.

Para uma análise mais precisa e minuciosa foram geradas as estatísticas descritivas discriminando cada segmento de governança corporativa da Bovespa. Os resultados estão na Tabela 5.

Tabela 5 – Estatística Descritiva dos Segmentos de Governança Corporativa

Segmento	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	Nº de empresas na amostra
Novo Mercado	11,78	1,25	12	9	15	85
Nível 2	10,24	1,09	11	8	12	16
Nível 1	7,13	1,68	7	4	11	37
Tradicional	3,95	2,17	4	0	10	50

Os resultados revelam que quase metade da amostra é composta por empresas listadas no Novo Mercado, isso devido à grande maioria das aberturas de capital realizadas a partir de 2004, cerca de 70%, terem sido neste segmento, bem como a migração de algumas empresas de outros segmentos para este. Ainda olhando para o Novo Mercado, pode-se notar que as observações variam entre um índice de 9 até 15, e sua elevada média de 11,78, mostrando que além de seguir as exigências deste segmento, as empresas estão comprometidas em manter padrões de governança corporativa nos patamares elevados. Isso justifica a grande concentração de empresas com níveis de governança elevados na amostra total.

Ao analisar o segmento Nível 2, nota-se ainda uma média elevada e com desvio-padrão baixo de 1,09. Existe uma grande semelhança nos resultados deste segmento com o de Novo Mercado, pois as empresas que permaneceram no Nível 2, não migraram para o Novo Mercado apenas pela incapacidade ou inviabilidade na conversação de ações preferenciais para ordinárias, tendo todos os outros comportamentos relativos a governança corporativa em níveis similares.

Apesar das exigências do Nível 1 serem praticamente as mesmas do segmento Tradicional tendo como única exigência diferente que o percentual mínimo de ações em circulação seja superior a 25% do total de ações, empresas listadas neste segmento apresentam uma média bem superior a média do segmento Tradicional, isso sinaliza ao

mercado que o fato destas firmas estarem em um segmento superior representa uma melhoria significativa nas suas práticas de governança corporativa.

Devido às poucas exigências, apenas legais, as empresas listadas no segmento Tradicional apresentam a menor média dentre os segmentos, 3,95, e o maior desvio-padrão, 2,17, chegando a ter firmas com índices em patamares de empresas de Novo Mercado. Isso mostra que as práticas de governança corporativa desta empresas variam de acordo com os seus negócios e seus *stakeholders.* Prova disso são empresas com ações negociadas em bolsas internacionais, mesmo elas sendo listadas neste segmento elas exercem boas práticas de governança como forma de melhorar sua imagem institucional para investidores estrangeiros e atendem exigências de mercados acionários internacionais.

Portanto, a idéia de que cada segmento funciona como um selo de qualidade para a empresa está bem retratado nos resultados desta análise descritiva.

Para uma análise da composição do índice de governança, a Tabela 6 exibe a porcentagem de respostas “sim” para cada uma da perguntas do questionário.

Tabela 6 - Estatística descritiva do Índice de Governança Corporativa

#	Acesso às informações	"sim"
1	Relatórios financeiros na data requerida	71,29%
2	Padrões internacionais de contabilidade	64,59%
3	Auditoria da empresa com uma das líderes mundiais	78,95%
	Estrutura do Conselho de Administração	
4	O Presidente do Conselho Administrativo e o CEO são pessoas diferentes	75,16%
5	Conselho Administrativo independente	56,46%
6	O Conselho Administrativo é composto de 5 a 9 membros	44,50%
7	Mandato unificado de um ano para membros do Conselho Administrativo	34,93%
8	Junta fiscal permanente	21,53%
	Ética e Conflitos de Interesse	
9	Menos de 50% das ações ordinárias em posse dos acionistas controladores	22,97%
10	Ações preferenciais correspondem a menos de 20% do total de ações	53,59%
11	O excesso de direitos de controle em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa do controlador é maior que 1	70,81%
12	*Free-float* é maior ou igual a 25%	65,07%
	Direitos dos Acionistas	
13	Câmara de arbitragem para solucionar conflitos corporativos	62,68%
14	Direito de voto adicional além do que a lei exige	86,60%
15	*Tag along* além do que a lei exige	59,33%

Nota-se que dentre as 188 empresas as menores taxas de exercibilidade são referentes à utilização de uma junta fiscal permanente e empresas com acionistas controladores detentores de menos de 50% das ações ordinárias. Além destas, outras questões relacionadas à estrutura do Conselho Administrativo ainda apresentam níveis inferiores de exercibilidade, mostrando enfraquecimento desta dimensão.

Por outro lado, observa-se que a grande maioria das questões apresenta uma porcentagem considerável de respostas "sim", tendo questões relacionadas a empresas auditadas por líderes mundiais e direito de voto adicional além do que a lei exige como as com mais repostas positivas.

Como a metodologia utilizada para a composição do CGI é a de Leal (Leal & Carvalhal-da-Silva, 2004), pode-se realizar um comparativo sobre a estatística descritiva do índice entre 2002 e 2008. A Tabela 7 exposta mostra os resultados obtidos em 2002.

Tabela 7 – Análise Descritiva do índice de Governança Corporativa 1998/2002

	2002	2001	2000	1999	1998
Financial reports published by the required date	92.37%	96.18%	96.18%	96.95%	97.71%
International accounting standards	38.17%	38.17%	38.17%	38.17%	38.17%
Global auditing firms	82.44%	83.97%	86.26%	84.73%	84.73%
Different Chairman of the Board and CEO	64.89%	65.65%	63.36%	63.36%	68.70%
Independent board members	36.64%	32.06%	29.01%	25.95%	25.19%
Board size between 5 and 9 members	59.54%	62.60%	61.83%	61.07%	61.83%
Board members serve consecutive one-year terms	25.95%	23.66%	24.43%	21.37%	18.32%
Permanent Fiscal Board	27.48%	25.95%	25.95%	25.95%	26.72%
Controlling shareholder owns < 50% of the votes	6.87%	9.16%	9.16%	10.69%	10.69%
% voting capital in total capital > 80%	12.21%	12.98%	13.74%	14.50%	15.27%
Controlling shareholders' cash-flow/vote ratio > 1	10.69%	12.21%	13.74%	13.74%	11.45%
Free-float greater than or equal to 25%	77.10%	77.86%	83.97%	83.97%	84.73%
Arbitration to solve corporate conflicts	3.05%	2.29%	0.00%	0.00%	0.00%
Additional rights beyond what is legally required	38.17%	36.64%	35.11%	35.11%	34.35%
Tag along rights beyond what is legally required	15.27%	2.29%	0.00%	0.00%	0.00%

Fonte: LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v. 3, n. 1, p. 20, 2004.

Neste comparativo, fica clara a evolução nas diferentes dimensões de Governança. O maior avanço foi referente aos direitos dos acionistas, isso se deve ao grande número de empresas que aderiram à Câmara de Arbitragem do Mercado criado pela Bovespa em 2001, partindo 3,05% em 2002 para 62,68%. Outros resultados relevantes são referentes a se empresa é auditada por umas das firmas líderes mundiais, se o CEO não é a mesma pessoal que o Presidente do Conselho Administrativo e se a empresa concede direitos de voto adicionais além do que a lei exige. Todos apresentam percentuais de exercibilidade acima de 75%, mostrando níveis muito favoráveis para os investidores.

Portanto, é possível verificar que as exigências estabelecidas pelos diferentes níveis de Governança Corporativa da Bovespa surtiram efeito positivo sobre o comportamento e gestão das empresas brasileiras.

Mas as exigências feitas por estas instituições não surtiram efeito positivo sobre os quesitos relacionados à exibição de relatórios financeiros nas datas requeridas, composição do Conselho Administrativo, Junta Fiscal permanente e *free-float* mínimo, todos sofrendo uma pequena redução ao longo dos anos entre 2002 e 2008. Mesmo assim, com exceção da baixa porção de apenas 21,53% de utilização de uma junta fiscal permanente por parte das firmas analisadas, esses quesitos que recuaram apresentam um percentual significativo de empresas com respostas positivas.

Para compreender o comportamento das duas variáveis de interesse, foi gerado o gráfico de dispersão entre CGI e Q-Tobin, exposto na Figura 3.

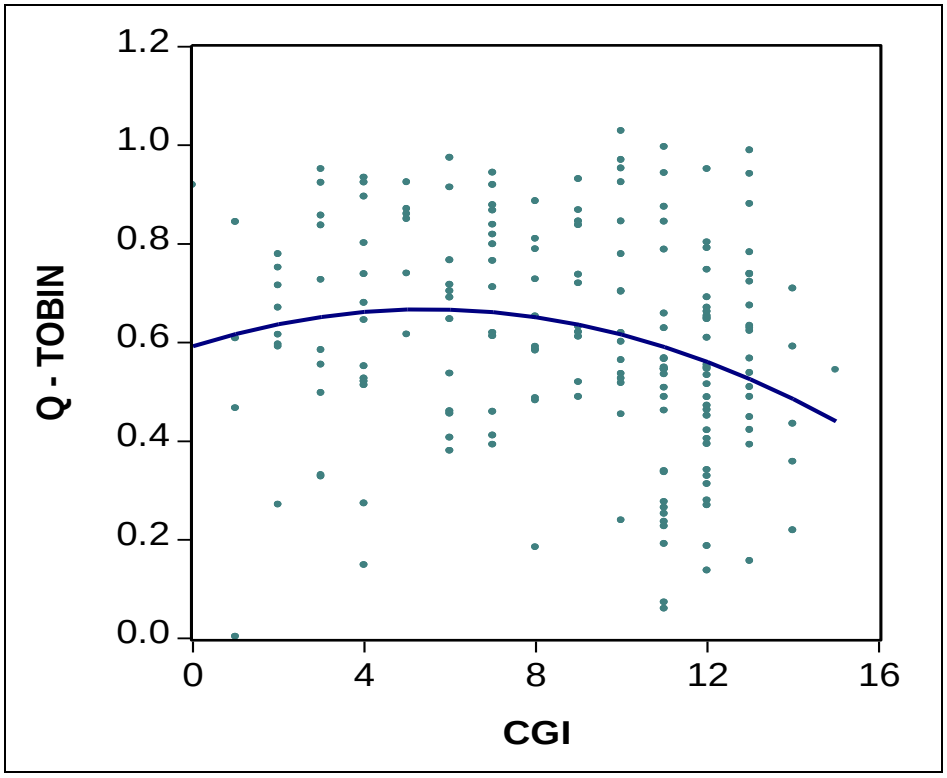

Figura 3 – Gráfico de dispersão entre CGI e Q-Tobin

Sobre o gráfico foi gerada através de uma regressão uma curva, polinômio de segundo grau, para representar a tendência dos dados. O que se nota é um comportamento contra-intuitivo, ou seja, era esperado que à medida que o índice de Governança Corporativa aumentasse o desempenho da empresa (Q-Tobin) também aumentasse, mas os dados não mostram isso. A curva de tendência revela que a media q o CGI aumenta o Q-Tobin acompanha o crescimento apenas para valores inferiores de CGI, até índices inferiores a 6, a

partir deste ponto a relação entre as duas variáveis começa a ser negativa, tendo uma piora no desempenho corporativo a medida que o nível das práticas de governança melhoram.

A Figura 4 relaciona a freqüência das firmas nos setores da Economia. Elas foram agrupadas entre 20 setores. Na seção 3 de Metodologia encontram-se mais informações sobre sua construção.

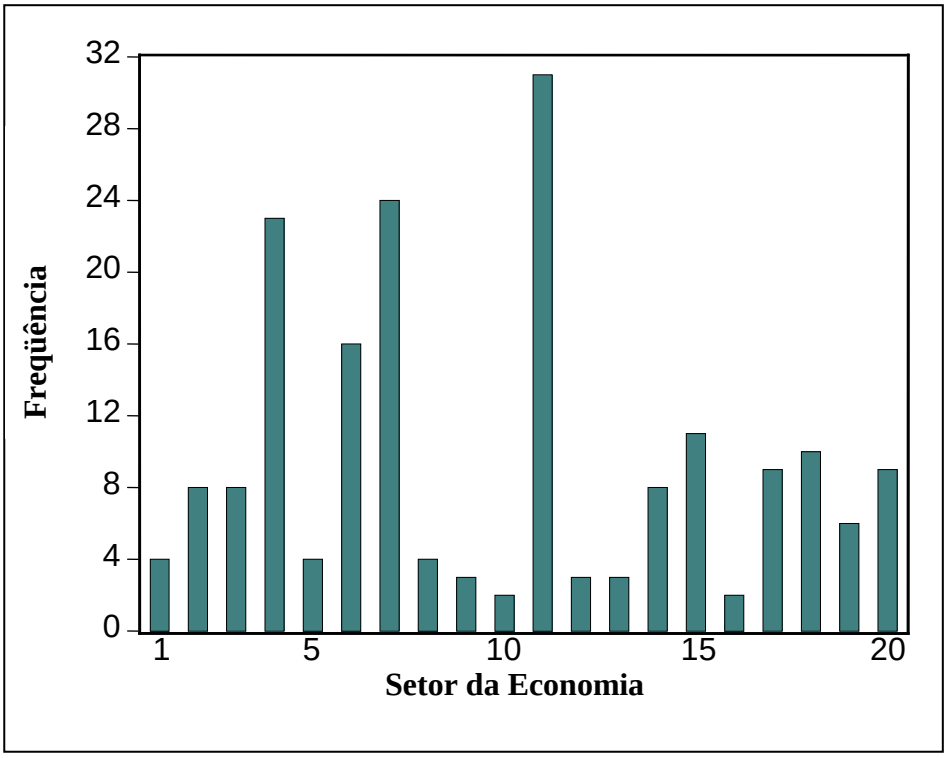

Figura 4 – Histograma dos Setores da Economia

O histograma mostra uma alta freqüência nos grupos 4, 5, 7 e 11, que correspondem a Construção, Energia Elétrica, Finanças e Seguros, e Outros, respectivamente. Para não causar nenhum tipo de viés referente ao setor em que a empresa atua, serão utilizadas nas regressões *dummies* de controle para captar o efeito de cada setor.

5. Análise dos Resultados

Os resultados das regressões de MQO estão apresentados na Tabela 6.

Tabela 8 – Determinantes de Desempenho Corporativo

	Q-Tobin		
	(1)	**(2)**	**(3)**
CGI	-0,0311*** (0,0179)	-0,0311** (0,0157)	-0,0139* (0,0039)
CGI^2	0,0012 (0,0011)	0,0012 (0,0010)	
ROA	0,0114* (0,0014)	0,0114* (0,0016)	0,0103* (0,0021)
TMO	0,1453* (0,0240)	0,1453* (0,0298)	0,1072* (0,0211)
OPE	-0,0050* (0,0011)	-0,0049* (0,0007)	
PAY	0,0016 (0,0034)	0,0016 (0,0027)	
ALA	0,0000 (0,0002)	0,0000 (0,0002)	
INV	0,0006 (0,0004)	0,0006** (0,0003)	
ADR	-0,0568 (0,0427)	-0,0568 (0,0453)	
IDADE	-0,0001 (0,0011)	-0,0001 (0,0010)	
IDADE^2	0,0000 (0,0180)	0,0000 (0,0001)	
DC	0,0018 (0,0647)	0,0018 (0,0637)	
DFC	-0,0539 (0,0748)	-0,0539 (0,0773)	
FFL	0,0098 (0,0838)	0,0098 (0,0798)	
Intercepto	-0,1379 (0,1616)	-0,13786 (0,1869)	
R^2	65%	65%	53%
Prob,(F)	0,000	0,000	0,000
Nº firmas	188	188	188

As variáveis *dummie* de controle relativa ao setor da economia (SET), identidade do controlador (IDC) e região (REG) estão incluídas nas três regressões abaixo, sendo omitidas da tabela por motivo de espaço. Os valores que aparecem entre parênteses indicam o erro-padrão associado ao parâmetro estimado. *, **, e *** correspondem 1%, 5% e 10% de

significância estatística, respectivamente. Os coeficientes da regressão (1), foram estimados por Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) e os coeficientes das equações (2) e (3), foram estimados por Mínimos Quadrados Ordinários com erros-padrão robustos.

Como a hipótese de homocedasticidade foi rejeitada, todas as análises desta pesquisa serão fundamentadas sobre os resultados estimados através de MQO com erros-padrão robustos.

A partir dos resultados do modelo (2), observamos que as variáveis que obtiveram estimadores significantes impactaram da seguinte maneira a variável explicada:

- ROA influencia positivamente o desempenho corporativo da empresa;
- Tamanho da firma impacta positivamente o desempenho corporativo da empresa;
- Natureza das Operações tem impacto negativo sobre o desempenho da empresa;
- Taxa de investimento é positivamente associada ao com Q-Tobin.

Os sinais desses coeficientes corroboraram com as hipóteses inicialmente levantadas na especificação do modelo.

Entretanto, o sinal da variável de interesse CGI é contra-intuitivo, mas esperado devido à estatística descritiva realizada previamente. Como já apontado pela Figura 3, o índice de Governança Corporativa é negativamente associado ao desempenho corporativo da empresa. Para tanto, deu-se as seguintes justificativas.

Primeiro, um grande número de empresas abriu seu capital próximo ao ano de 2008, destas uma grande parcela listou-se ao Novo Mercado, tendo assim um grande número de empresas jovens exercendo boas praticas de Governança. O lado positivo é que estas empresas já iniciam suas atividades no mercado aberto preocupados na boa relação com seus investidores, visando que tal elemento gere confiança e valor a empresa futuramente. Por outro lado, estas empresas podem estar mais suscetíveis a impactos econômicos tal qual a crise financeira mundial desencadeada no inicio de 2008. Elas podem não estar consolidadas no mercado, ter muita insegurança por parte dos investidores em relação a ela, sua capacidade de recuperação pode ser bastante limitada, representando um risco para si próprio.

Segundo, há um representativo grupo de empresas, dentre elas muitas são jovens, que fazem uso de *Poison Pills*, que se trata de um conjunto de estratégias utilizadas para desencorajar tomadas hostis de controle por parte outras empresas ou investidores. Nestas companhias, a qualidade da gestão é que determinará o valor das suas ações. Seu objetivo é

tornar as ações de uma companhia menos atrativa a eventuais aquisições não desejadas. Segundo fonte da BOVESPA, entre as principais estratégias estão:

- Vantagens estatutárias para os atuais acionistas subscreverem mais ações novas a preços diferenciados. Isso encarece e dificulta a iniciativa do novo adquirente;
- Emissão de ações preferenciais resgatáveis com prêmios de reembolso em caso de aquisição hostil;
- Obrigar quem compre determinada participação acionária a fazer oferta pública para adquirir as demais participações.

O perigo da utilização de *Poison Pills* é que quando uma empresa precisa ser vendida, devido a dificuldades operacionais e/ou financeiras, pode haver conflito entre os acionistas e sua aquisição não ser atrativa a nenhum investidor potencial. Exemplo disso ocorreu em 2008 com firmas do setor de construção imobiliárias, quando tais firmas, numa perspectiva otimista de crescimento, adquiriram um grande número de terrenos para viabilizar projetos futuros, entretanto, com o endividamento e a falta de crédito proveniente da crise mundial, fizeram com que essas firmas não tivessem recursos para financiar tais projetos. Uma alternativa interessante para muitas destas firmas seria ser adquirida por um grupo investidor, mas o fato delas serem protegidas por *poison pills* fizeram com que essa alternativa se tornasse difícil. Tal fato levou a uma queda significativa no desempenho corporativo dessas empresas, prejudicando seus acionistas.

Em seu estudo, Monteiro (Monteiro, 2008) verificou os inconvenientes gerados pela utilização de *poison pills* no Brasil:

> Companhias com “poison pills” possuem dispositivos em seus estatutos que obriga a realização da OPA[7], nas condições previstas no estatuto, por qualquer acionista que vote a favor da alteração ou remoção da “poison pill”, o que traria dificuldades de remoção do dispositivo, caso seja verificado que os dispositivos não estão alinhados com os interesses da companhia, dos acionistas e dos administradores.

6. Conclusão

Esta pesquisa foi composta com dois objetivos principais: Primeiro, construir o índice de Governança Corporativa para as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo; Segundo, investigar se a relação entre a qualidade das práticas de Governança exercida por essas firmas e o desempenho corporativo da mesma, para o ano de 2008, corrobora com a idéia intuitiva de que melhores práticas de Governança Corporativa criam valor ao acionista.

Para alcançar essas respostas, fez-se o seguinte percurso de pesquisa: a construção do índice de Governança Corporativa; a especificidade do modelo; a escolha das variáveis de controle; população, amostra e coleta de dados; uso da estatística descritiva; análise e interpretação de dados.

Durante a análise feita da literatura sobre assunto, foi possível notar que a grande maioria das firmas exerce práticas de Governança Corporativa em níveis insatisfatórios, inibindo a entrada de novos investidores e transmitindo incerteza ao mercado, resultando em ineficiência indesejada ao mercado financeiro. Porém, no estudo realizado verifica-se que houve certa evolução quanto às práticas de Governança exercidas por empresas brasileiras. Tal evolução teve grande causa pelo grande número de empresas que abriram capital a partir de 2004 comprometidas em exercer prática de Governança em níveis elevados. Das 110 empresas que abriram capital 78 se listaram ao Novo Mercado da Bovespa. A média do CGI foi de 6,76, em 2002, para 8,71 em 2008. Outra estatística que confirma a evolução nas práticas de governança é a mediana, que foi de 6 em 2002, para 10 em 2008, mostrando um aumento na concentração de empresas em patamares superiores de governança.

[7] Oferta pública de aquisição de ações.

Através da construção do índice de Governança foi possível constatar a evolução nas diferentes dimensões de Governança. O maior avanço foi referente aos direitos dos acionistas, isso se deve ao grande número de empresas que aderiram à Câmara de Arbitragem do Mercado criado pela Bovespa em 2001, partindo 3,05% em 2002 para 62,68%. Outros resultados relevantes são referentes a se empresa é auditada por umas das firmas líderes mundiais, se o CEO não é a mesma pessoal que o Presidente do Conselho Administrativo e se a empresa concede direitos de voto adicionais além do que a lei exige. Todos apresentam percentuais de exercibilidade acima de 75%, mostrando níveis muito favoráveis para os investidores. Portanto, é possível verificar que as exigências estabelecidas pelos diferentes níveis de Governança Corporativa da Bovespa surtiram efeito positivo sobre o comportamento e gestão das empresas brasileiras.

Apesar das estatísticas favoráveis constatadas anteriormente, foi possível verificar que quase 80% das empresas da amostra têm acionistas controladores detendo mais de 50% das ações ordinárias e apenas 34,93% dos mandatos dos membros do Conselho Administrativo são de um ano. Outras estatísticas referentes ao Conselho Administrativo também não são encorajadoras quando vistas pelas recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.

Referente à recente literatura, o resultado parcial a que se chegou com o presente aponta para direção contrária a de Leal (Leal & Carvalhal-da-Silva, 2004) em há uma relação positiva entre a qualidade das práticas de Governança Corporativa e desempenho da empresa. Para tal resultado contra-intuitivo, a causa atribuída foi o fato de 2008 ter sido um ano atípico, caracterizado pelo início de uma crise mundial financeira, a qual gerou imensos impactos sobre as firmas pesquisadas. Portanto, os impactos positivos de bons níveis de Governança Corporativa foram sobrepostos pelos efeitos da crise.

Para um resultado conclusivo será necessária uma outra pesquisa que de continuidade ao presente estudo, analisando um intervalo suficientemente grande, de 2006 a 2010, por exemplo, para que então os efeitos de cada ano sobre cada firma da amostra sejam captados por uma regressão em painel.

7. Bibliografia

ANDRADE, A., ROSSETTI, J. P. Governança Corporativa. **São Paulo: Atlas**, p. 15-18, 2004.

BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A., LEVINE, R. Law, politics and finance. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 2585, 2001.

CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, FAN, Joseph P.H., LANG, Larry H.P. Disentanglingthe Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n.6, p.2740-2764, (2002).

HIMMELBERG, Charles, HUBBARD, Glenn, LOVE, Inessa. Investor protection, ownership and the cost of capital. **Unpublished working paper**, *Columbia University* (2001).

HIMMELBERG, Charles, HUBBARD, Glenn, PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 355-382, 1999.

JENSEN, Michael. A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms. 1. ed. **Harvard University Press**, 2001.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 11, p. 5-50, 1976.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Law and finance**. Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1118-1150, 1998.

LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v. 3, n. 1, p. 1-15, 2004.

LEAL, Ricardo, VALADARES, Sílvia, Ownership and control structure of Brazilian companies. **Unpublished Working Paper**. Disponível em <http://www.coppead.ufrj.br/ricardoleal/publications.html>

KLAPPER, Leora, LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, p. 704-726, 2004.

MEDEIROS, O. R.; RAMOS, F. C. Determinantes do desempenho e volatilidade da Bovespa: um estudo empírico. **In: 4º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2004, São Paulo**. *Anais* ... São Paulo: FEA/USP, p. 11, 2004.

MONTEIRO, Marco Antonio P. Um estudo sobre a utilização de "*poison pills*" no Brasil. **Universidade Cândido Mendes,** p. 55, Rio de Janeiro (2008). Disponível em <http://www.cvm.gov.br>

MORCK, R., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 295-305, 1988.

ROGERS, P. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. **Uberlândia: Faculdade de Gestão e Negócios - Universidade Federal de Uberlândia (FAGEN/UFU)**, p. 19-24, 2006.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S; SOUSA, A. F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil**. In: XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANAP), 2005, Brasília**. *Anais.* Rio de Janeiro: ANPAD, p. 7, 2005.

SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMA, Rubens. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **IV Meeting of the Brazilian FinanceSociety**, Rio de Janeiro, 2004. Disponível em <http://www.sbfin.org.br/>

SILVEIRA, Alexandre M., LEAL, Ricardo P., CARVALHAL DA SILVA, André L., BARROS, Lucas A. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in

Brazil. **VII Meeting of the Brazilian Finance Society**, Rio de Janeiro. Disponível em <http://www.sbfin.org.br/>

SILVEIRA, Alexandre M., JUNIOR, Armando L. Impacto da Divulgação de Disputas entre Acionistas Controladores e Minoritários sobre o Preço das Ações no Brasil. **VII Meeting of the Brazilian Finance Society**, Rio de Janeiro. Disponível em <http://www.sbfin.org.br/>

TOBIN, James (1958). Liquidity preferences as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, n. 65-86, p. 5-38, (1958).