

FUCAPE BUSINESS SCHOOL

RUBIA MIGUEZ DE MENEZES

**A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E A GOVERNANÇA
CORPORATIVA TÊM RELAÇÃO COM O VALOR E DESEMPENHO
DAS EMPRESAS NO NOVO CENÁRIO DE MERCADO DE CAPITAIS
BRASILEIRO?**

**VITÓRIA-ES
2009**

RUBIA MIGUEZ DE MENEZES

**A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E A GOVERNANÇA
CORPORATIVA TÊM RELAÇÃO COM O VALOR E DESEMPENHO
DAS EMPRESAS NO NOVO CENÁRIO DE MERCADO DE CAPITAIS
BRASILEIRO?**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, linha de pesquisa Estratégia, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Administração – nível Profissionalizante, na área de concentração Estratégia.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Caio Galdi

**VITÓRIA-ES
2009**

RESUMO

Este trabalho investigou a existência de relação significativa entre estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas brasileiras não financeiras negociadas na BOVESPA, num período mais recente, de 2003 a 2008. Esse período compreendeu um cenário de maior desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, com uma série de *IPOs* e maior participação de investidores estrangeiros, além de captar os impactos na governança das empresas após um conjunto de mudanças legais e institucionais ocorridas a partir de 2001, tais como as alterações na Lei 10.303/2001, as cartilhas de boas práticas de governança da CVM e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA. Como o Brasil é um país de elevada concentração acionária e tem a característica particular de emissão de ações sem direito a voto, o estudo enfatizou o conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários. As relações testadas buscaram verificar se há predominância do efeito alinhamento ou do entrincheiramento a partir das variáveis de estrutura de propriedade, com destaque à concentração de ações do maior acionista. O estudo avaliou também a qualidade da governança dessas empresas, através de *dummies* para as empresas listadas nos segmentos de governança da BOVESPA. Para testar essas relações empiricamente, os dados obtidos foram organizados em painel e utilizados os métodos dos mínimos quadrados ordinários com abordagem Pooled, efeitos fixos e efeitos aleatórios. Os resultados indicaram uma relação positiva entre valor e concentração de ações ordinárias e totais do maior acionista até determinada faixa, sendo negativa em concentrações mais elevadas. Com desempenho, os resultados sugerem uma relação linear positiva. O excesso de votos do maior acionista possui relação negativa com as variáveis de valor, mas positiva para desempenho. Os resultados sugerem ainda que a adoção de boas práticas de governança pode refletir positivamente no valor da empresa, mas uma relação contrária com desempenho, em especial para as empresas listadas no Novo Mercado.

Palavras-chave: estrutura de propriedade; governança corporativa; teoria de agência.

ABSTRACT

This study investigated the existence of significant relation between ownership structure, corporate governance, value and performance of non-financial Brazilian public companies listed in the São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) from 2003 to 2008. This period captures the development of the Brazilian capital markets, with a series of IPOs and larger involvement of foreign investors, as well as the impacts on corporate governance after a group of legal and institutional changes occurred in the beginning of this decade, such as the changes in the corporate law in 2001, the guidelines on the best corporate governance practices issued by CVM, and the creation of the differentiated levels of corporate governance by BOVESPA. As Brazil is a country of high shareholding concentration and has the peculiar characteristic of allowing the issuance of non-voting shares, this study emphasized the agency conflict between controller and non-controller shareholders. The tested relations aimed at verifying whether there is predominance of the incentive or entrenchment effect based on the ownership structure variables, with emphasis at the concentration of shares by the largest shareholder. This study also evaluated the quality of the governance of such companies, measured by dummies applied to the companies listed in the three differentiated levels of corporate governance of BOVESPA. In order to test these relations empirically, the obtained data were organized in panels and the ordinary least squares with Pooled approach, fixed effects and random effects methods were used. The results showed a positive relation between value and concentration of voting shares and total shares of the largest shareholder until a certain level, after which the relation became negative. In relation to performance, this relation was linear and positive. The excess of voting shares held by the largest shareholder has a negative relation with the value variables, but has a positive relation with performance. The results also suggest that the adoption of good practices of corporate governance may positively reflect on corporate value, but in contrast the results also suggest a negative relation with performance, mainly for companies listed in the New Market of Bovespa.

Key words: *ownership structure; corporate governance; agency theory.*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Comparativo entre os modelos internacionais de Governança Corporativa.....	34
Quadro 2 – Diferenciações entre os segmentos da BOVESPA criados em 2000.....	43
Quadro 3. Operacionalização das variáveis	53
Quadro 4. Descrição das variáveis.....	54
Quadro 5. Setores de atividades segundo classificação da Económica.....	61
Quadro 6. Dados e condições para definição da amostra	62
Quadro 7. Resultados das regressões para as variáveis dependentes de valor	76
Quadro 8. Resultados das regressões para as variáveis dependentes de desempenho.....	78
Quadro 9. Comparação entre os resultados obtidos e as hipóteses do trabalho	80
Quadro 10. Resultados dos testes Breusch-Pagan e Hausman para a verificação dos métodos mais adequados a cada regressão.....	93
Quadro 11. Variável dependente Q com o método POOLED	94
Quadro 12. Variável dependente Q com o método efeitos aleatórios.....	95
Quadro 13 Variável dependente Q com o método efeitos fixos	96
Quadro 14. Variável dependente VF com o método POOLED	97
Quadro 15. Variável dependente VF com o método efeitos aleatórios.....	98
Quadro 16. Variável dependente VF com o método efeitos fixos.....	99
Quadro 17. Variável dependente LOAT com o método POOLED	100
Quadro 18. Variável dependente LOAT com o método efeitos aleatórios.....	101
Quadro 19. Variável dependente LOAT com o método efeitos fixos	102
Quadro 20. Variável dependente LAJIRDA com o método POOLED	103
Quadro 21. Variável dependente LAJIRDA com o método efeitos aleatórios.....	104
Quadro 22. Variável dependente LAJIRDA com o método efeitos fixos.....	105

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Estrutura de propriedade no Brasil	67
Tabela 2. Empresas da amostra listadas nos NDGC da BOVESPA	68
Tabela 3. Valor e desempenho das empresas brasileiras	69
Tabela 4. Resumo dos dados das variáveis de controle	71
Tabela 5. Coeficientes das correlações entre as variáveis de estrutura de propriedade	72
Tabela 6. Correlações entre valor e as variáveis independentes	72
Tabela 7. Correlações entre desempenho e as variáveis independentes	73

LISTA DE SIGLAS

ADR – American Depositary Receipts

AT – Ativo Total

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CA – Conselho de Administração

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EA – Efeitos Aleatórios

EF – Efeitos Fixos

EP – Estrutura de Propriedade

GAAP – Generally Accepted Accounting Principles

GC – Governança Corporativa

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOV – Índice da BOVESPA

IFRS – International Financial Reporting Standards

IGC – Índice de Governança Corporativa

IPO – Initial Public Offer

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

NDGC – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PL – Patrimônio Líquido

ROA – Return on Assets

ROE – Return on Equity

VC – Variável de Controle

SAs – Sociedade por Ações

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	09
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA, OBJETIVOS E JUSTIFICATIVA	11
1.2 HIPÓTESES	13
1.3 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA	14
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	16
2.1 INTRODUÇÃO	16
2.2 TEORIA DE AGÊNCIA	17
2.2.1 Separação entre propriedade e controle	17
2.2.2 Acionistas x gestores	20
2.2.3 Acionistas majoritários x acionistas minoritários	22
2.2.4 Efeitos alinhamento e entrincheiramento	23
2.2.5 Estudos correlatos.....	25
2.3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO	29
2.3.1 Conceitos e objetivos	29
2.3.2 Mecanismos de Governança Corporativa	31
2.3.3 Modelos de Governança Corporativa	34
2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	36
2.4.1 Evolução da estrutura de propriedade e controle no Brasil	36
2.4.2 Características da estrutura de governança no Brasil	38
2.4.3 Medidas recentes de melhoria da governança corporativa	39
2.4.4 Níveis diferenciados de governança corporativa	42
2.5 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E GOVERNANÇA E SEUS EFEITOS NO VALOR E DESEMPENHO DAS EMPRESAS	44
2.5.1 Estrutura de propriedade x valor e desempenho	44
2.5.2 Qualidade da Governança Corporativa x valor e desempenho	49
3 METODOLOGIA	52
3.1 TIPOLOGIA DO ESTUDO E ASPECTOS METODOLÓGICOS	52
3.2 DEFINIÇÃO TEÓRICA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS	52
3.2.1 Definição das variáveis	52
3.2.2 Variáveis dependentes	55

3.2.2.1 Valor	55
3.2.2.2 Desempenho	57
3.2.3 Variáveis independentes	57
3.2.3.1 Estrutura de propriedade (EP)	57
3.2.3.2 Governança Corporativa (GC)	58
3.2.4 Variáveis de controle	59
3.3 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	61
3.4 MODELAGEM	63
4 RESULTADOS	67
4.1 ANÁLISE DOS DADOS	67
4.1.1 Estrutura de propriedade e governança no Brasil	67
4.1.2 Valor e desempenho das empresas brasileiras	69
4.1.3 Análise das variáveis de controle	70
4.2 ANÁLISE DAS CORRELAÇÕES	71
4.3 RELAÇÕES ENTRE VALOR, DESEMPENHO, A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	74
4.3.1 Resultados para as variáveis dependentes de valor.....	75
4.3.2 Resultados para as variáveis dependentes de desempenho.....	77
4.4 COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS COM AS HIPÓTESES DO TRABALHO	80
4.5 COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS COM ESTUDOS ANTERIORES	81
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	84
6 REFERÊNCIAS	89
7 APÊNDICE	95
7.1 RESULTADOS DOS TESTES BREUSCH-PAGAN E HAUSMAN.....	93
7.1 RESULTADOS PARA Q DE TOBIN	94
7.2 RESULTADOS PARA VF.....	97
7.3 RESULTADOS PARA LOAT.....	100
7.4 RESULTADOS PARA LAJIRDA	103

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

No final da década de 1990, a ampliação do mercado com as privatizações e a estabilização da economia nacional alinhadas às grandes mudanças ocorridas nos principais centros econômicos permitiram um maior desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Esse cenário foi prejudicado pelas crises nos mercados emergentes e pelo receio de mudanças radicais na orientação econômica no mercado nacional com impactos no triênio 2000-2002, mas recomposto no período 2003-2008 (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Nesse período, investidores internacionais intensificaram a busca por oportunidades de investimentos em países emergentes como o Brasil.

A prática de boa governança corporativa para atrair o investidor estrangeiro tornou-se então um diferencial para as empresas (PEDREIRA E SANTOS, 2006). A partir de 2000, a pressão por melhoria dos sistemas de governança aumentou devido à presença desses investidores estrangeiros e após alguns escândalos contábeis envolvendo grandes empresas nos Estados Unidos, mas também após uma série de medidas legais e institucionais ocorridas no Brasil em prol de melhorias na governança das empresas. Esse desenvolvimento do mercado de capitais e as pressões por melhoria na governança impactaram o sistema corporativo das empresas brasileiras nos últimos anos (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

A governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo as relações entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, e as boas práticas de governança têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e

contribuir para a sua perenidade (IBGC, 2004). Segundo Silveira (2004), dentre os diversos mecanismos de governança corporativa, a estrutura de propriedade com destaque à concentração acionária é um dos principais mecanismos com impacto no desempenho das empresas.

A discussão da influência da estrutura de propriedade no desempenho das empresas foi iniciada empiricamente por Berle e Means (1932) ao estudarem a divergência de interesses entre os gestores e os acionistas de empresas norte-americanas, já que esses cargos estavam sendo ocupados por diferentes agentes. Retomados a partir da década de 1970, os estudos passaram a destacar o problema de agência entre diretores e proprietários. Esses estudos, como o de Jensen e Meckling em 1976, focavam empresas americanas e inglesas, que possuem maior dispersão acionária.

A discussão de agência até então se resumia à divergência entre gestores e acionistas. Entretanto, a concentração da propriedade é a estrutura predominante na maioria dos países (LA PORTA *ET AL.*, 1998; BEBCHUK, 1999) e, quando as elevadas concentrações passam a ser estudadas, o foco do problema de agência passa a ser entre acionistas majoritários e minoritários. Somente ao final da década de 1990, em estudos que incluem outros países além de Estados Unidos e Inglaterra, como o de Gedajlovic e Shapiro (1998), estudos com países europeus como o de Thomsen e Pedersen (2000) e estudos com países asiáticos como o de Claessens *et al.* (2002), é que foi dada maior importância ao estudo da estrutura de propriedade em que a pulverização do capital é mais rara.

Nesse contexto, diversos autores discutem os benefícios e os custos da elevada concentração. Como benefício, espera-se que a alta concentração estimule o monitoramento sobre os gestores pelos principais acionistas, conhecido como

efeito incentivo ou alinhamento, reduzindo então o problema de agência entre acionistas e gestores. Os custos, também chamados de efeito entrenchamento, estão associados à maior chance de expropriação do acionista minoritário pelo majoritário (SHLEIFER E VISHNY, 1997; CLAESSENS ET AL., 2002; SILVEIRA, 2004; DAMI *et al.*, 2006), além do maior conservadorismo (SHLEIFER E VISHNY, 1997), enaltecendo o problema entre majoritários e minoritários.

Além da teoria de agência, a discussão do direito de propriedade e da teoria da firma é necessária. Para Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.*, (1998), a regulação e o grau de *enforcement* da legislação são determinantes nas variações da estrutura de propriedade entre os países, em que a elevada concentração acionária aparece como solução às baixas proteções legais. Jensen e Meckling (1976) acrescentam a discussão de contratos (incompletos) que regem as relações entre os indivíduos. Esses trabalhos, como os de Demsetz e Lehn (1985), Gedajlovic e Shapiro (1998), Thomsen e Pedersen (2000), Claessens *et al.* (2002), entre outros, analisam diferentes contextos de dispersão ou concentração acionária e possuem resultados divergentes entre si. Desta forma, a análise da governança deve incluir a análise institucional de cada nação e a discussão da governança corporativa ganha relevância nesses estudos.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA, OBJETIVOS E JUSTIFICATIVA

Apesar de diversos países possuírem elevada concentração acionária, estudos específicos com o cenário brasileiro são necessários não apenas pelo seu contexto regulatório e grau de *enforcement*, mas principalmente pela peculiaridade do mercado de capitais nacional, caracterizado por diversas empresas que possuem ações com diferentes direitos de voto.

No Brasil, os resultados da relação entre valor, desempenho, estrutura de propriedade e governança ainda não são conclusivos. A maioria das pesquisas analisou a concentração acionária em períodos até o ano de 2002, como Okimura (2003), Campos (2006), Silveira (2004) e Dami *et al.* (2006). Poucos trabalhos como Silveira (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) e Silveira *et al.* (2007) contemplaram a análise conjunta de estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa no Brasil, sendo que o primeiro é que relacionou esses mecanismos com o valor e desempenho das empresas.

Entretanto, os períodos de análise desses estudos foram até 2004, captando parcialmente o impacto das mudanças legais e institucionais ocorridas no início da década de 2000, tais como a promulgação da nova lei das Sociedades por Ações (LEI 10.303/2001), criação dos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) pela BOVESPA, a promulgação da lei Sarbanes-Oxley, recomendações de boas práticas de governança pela CVM e pelo IBGC, entre outras medidas que estimularam as boas práticas de governança pelas empresas brasileiras e estimularam a redução ou eliminação de ações com diferentes direitos de voto.

Desta forma, o presente trabalho tem o intuito de utilizar períodos mais recentes para captar o efeito dessas mudanças sobre o valor e desempenho das empresas, além de analisar a qualidade da governança corporativa juntamente com a de estrutura de propriedade, e não isoladamente como na maioria dos estudos anteriores. O objetivo deste trabalho é então verificar a existência de relação significativa entre estrutura de propriedade, qualidade da governança corporativa, valor e desempenho das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto negociadas na BOVESPA, em um período mais recente, de 2003 a 2008, e após as

mudanças institucionais com reflexos na estrutura de propriedade e governança corporativa das empresas.

As questões de pesquisa podem então ser assim descritas:

Qual é a relação entre a estrutura de propriedade e governança corporativa e o valor das empresas brasileiras de capital aberto?

Qual é a relação entre a estrutura de propriedade e governança corporativa e o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto?

Neste estudo, as variáveis de valor serão tratadas com a perspectiva de desempenho futuro, dadas, respectivamente, pelo Q de Tobin e Valor da firma, calculados a partir de valor de mercado das ações e outras variáveis contábeis. As variáveis de desempenho, por sua vez, são dadas pelo resultado realizado pelas empresas, a partir de indicadores contábeis de lucro.

A estrutura de propriedade tem enfoque na concentração acionária e ações com diferentes direitos de voto. A qualidade da governança, por sua vez, será analisada pela adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa da BOVESPA, os Níveis 1, 2 e Novo Mercado.

1.2 HIPÓTESES

Neste trabalho espera-se que as concentrações acionárias tenham reduzido no Brasil a partir da maior participação de investidores estrangeiros. As variáveis de concentração compreendem o percentual de ações ordinárias, preferenciais e totais do maior acionista, além das variáveis de excesso de votos e concentração do segundo e terceiro maiores acionistas. A definição dessas hipóteses foi motivada pela literatura internacional e nacional.

A hipótese da relação entre concentração do controle (ações ordinárias) e valor e desempenho é de uma relação negativa, com predominância do efeito entrenchamento sobre o alinhamento. Da mesma forma, espera-se que o excesso de votos), dado pela proporção de ações com direito a voto em relação ao total de ações do maior acionista, tenha relação negativa com o valor e desempenho das empresas brasileiras. Como no Brasil essa proporção é normalmente composta de maioria de ações ordinárias, espera-se para as concentrações totais (ações ordinárias e preferenciais) uma relação similar à concentração do controle, ou seja, uma relação negativa.

Para a concentração das ações preferenciais (sem direito a voto), espera-se uma relação positiva já que as chances de expropriação dos minoritários são menores. No caso da concentração de um segundo e terceiro grandes acionistas, espera-se ainda que estes possam atuar monitorando o maior acionista e minimizando as chances de expropriação, tendo relação positiva com o valor e desempenho.

Quanto à qualidade da governança corporativa, é esperado que as empresas listadas em um dos níveis diferenciados de governança tenham relação positiva com o valor das empresas, ao sinalizar para o mercado que possuem boas práticas de governança. Também é esperada uma relação positiva com o desempenho, já que a boa governança corporativa implica em maior profissionalismo da gestão da empresa, podendo influenciar no seu resultado.

1.3 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA

A pesquisa utiliza métodos estatísticos e técnicas quantitativas de tratamento e análise de dados. Foi utilizada uma base de dados secundária, o sistema de

informações Econômica, para a coleta de dados das variáveis de valor, desempenho e estrutura de propriedade, assim como as variáveis de controle. Os dados de governança corporativa foram coletados do site da BOVESPA. As empresas participantes são compostas por companhias abertas não-financeiras negociadas na BOVESPA de 2003 a 2008, com liquidez em bolsa maior do que 0,001%. Para as empresas que não possuem ações ordinárias negociadas na BOVESPA, o preço dessas ações foi aproximado ao das ações preferenciais.

Além das limitações para a composição da amostra, os testes dessas relações ficam limitados à pressuposição de que não existe endogeneidade entre as variáveis de estrutura de propriedade e governança e as variáveis de valor e desempenho. Entretanto, estudos no Brasil que testaram essa possibilidade, como Okimura (2003) e Silveira (2004), encontraram fraca endogeneidade entre estrutura de propriedade, valor e desempenho.

Outra limitação do trabalho é a dificuldade de identificar na base de dados utilizada mecanismos de controle indiretos como os esquemas piramidais e de propriedade cruzada, considerando apenas os dados de concentração direta de propriedade. Entretanto, a utilização de dois tipos de classes com diferentes direitos de voto é o mecanismo mais utilizado para a manutenção do controle, sendo esse considerado na pesquisa.

Capítulo 2

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 INTRODUÇÃO

A teoria de agência, segundo Jensen e Meckling (1976), analisa as relações entre o principal (acionistas) e os agentes (gestores) e o desalinhamento de seus interesses, na situação de separação entre propriedade e controle. A premissa básica é de que os acionistas buscam a maximização dos lucros, enquanto os gestores têm outros interesses prioritários, tais como elevadas remunerações, benefícios, entre outros (GEDAJLOVIC E SHAPIRO, 1998).

A existência de problemas de agência e seus decorrentes custos, assim como a assimetria de informações e de direitos entre gestores e acionistas e também entre acionistas majoritários e minoritários, implicam na necessidade de serem estabelecidos mecanismos de governança corporativa para minimizar esses problemas. Segundo Silveira (2004), essa necessidade é decorrente de diversos registros de expropriação de riquezas, tanto de gestores com relação aos acionistas, quanto de acionistas controladores em relação aos acionistas minoritários. Desta forma, para o estudo da governança corporativa é necessária a compreensão dos problemas de agência e da atuação dos mecanismos de governança que possam mitigá-los.

Entre os diversos mecanismos de governança, Gedajlovic e Shapiro (1998), Thomsen e Pedersen (2000), Claessens *et al.* (2002), entre outros, destacam a estrutura de propriedade e controle como um importante mecanismo com possível impacto no desempenho corporativo. O presente trabalho tratará com maior enfoque esse mecanismo em um contexto de elevada concentração acionária. Por ser tão

abordada em diversos estudos de governança, a estrutura de propriedade será estudada a parte, enquanto a análise da governança corporativa terá enfoque na qualidade. Desta forma, a estrutura de propriedade é estudada e testada juntamente com a análise de qualidade da governança, quando são verificadas as relações com o valor e desempenho de empresas brasileiras de capital aberto.

A fundamentação teórica do presente trabalho aborda a teoria de agência no contexto da separação entre a propriedade e o controle, na seção 2.2, que aborda também a teoria da firma e do direito de propriedade, com destaque para a discussão de contratos incompletos. Em seguida é feito um levantamento de diversos trabalhos sobre estrutura de propriedade e as relações com valor e desempenho e analisada as divergências de conclusões.

Na seção 2.3 a discussão de governança corporativa é ampliada. São apresentados os conceitos e objetivos, os principais mecanismos de governança e uma classificação dos modelos de governança no mundo. Na seção 2.4 é dado o enfoque ao cenário brasileiro, com apresentação da evolução e características da governança corporativa no país. Na última seção da fundamentação teórica são discutidas as características de estrutura de propriedade e qualidade da governança e suas relações com o valor e desempenho das empresas, com a contextualização e apresentação das hipóteses do trabalho.

2.2 TEORIA DE AGÊNCIA

2.2.1 Separação entre propriedade e controle

A revolução industrial permitiu um grande crescimento das empresas de forma que a propriedade não mais pertencesse a uma única família ou indivíduo. A

necessidade de recursos para expansão implicou na abertura de capital dessas empresas e na contratação de novos gestores, e assim os acionistas começaram a se distanciar do controle.

Apesar de inicialmente abordada por Adam Smith em 1776, a separação entre a propriedade e o controle foi ser discutida empiricamente em 1932, por Berle e Means, que analisaram os efeitos dessa separação. Berle e Means (1932) destacaram que a separação cria uma nova condição em que os interesses dos acionistas frequentemente divergem dos interesses dos gestores, o que poderia minimizar ou mesmo eliminar os mecanismos que limitam o abuso de poder. As empresas de capital aberto, portanto, estariam passando por uma revolução em que o objetivo principal de maximização de lucros da empresa poderia estar ameaçado.

Somente na década de 1970 é que esse tema voltou a ser abordado, quando Jensen e Meckling (1976) discutem a teoria de agência, a teoria da firma e dos direitos de propriedade e suas relações com a estrutura de propriedade. Para esses autores, os agentes não são perfeitos e a especificação dos direitos individuais determina os custos e prêmios alocados entre os participantes de uma organização, por isso o comportamento dos indivíduos dessa organização vai depender da natureza dos contratos (incompletos).

Essa relação contratual e necessidade de monitoramento já havia sido abordada previamente por Alchian e Demsetz (1972), na discussão contratual que envolve a produção em equipe, incluindo proprietários, gestores, fornecedores, etc. No contexto da teoria de agência, a solução para os problemas entre principal e agente seria a elaboração de contratos completos (OKIMURA, 2003).

Faz-se necessária, então, a discussão da teoria da firma e do direito de propriedade. A possibilidade de comportamento oportunístico dos agentes requer

uma elaboração mais complexa e onerosa dos contratos. Entretanto, com os elevados custos para considerar todas as possíveis contingências contratuais, associada à racionalidade limitada que impossibilita prever todas essas contingências, torna-se impossível a elaboração de contratos completos (KLEIN, 1983). Assim, segundo Andrade e Rossetti (2009), os conflitos de agência decorrem da inexistência de agentes perfeitos (JENSEN E MECKLING, 1976) e de contratos completos (KLEIN, 1983). Para Zingales (1997), se todas as contingências pudessem ser previstas em contratos, a discussão da governança corporativa não teria sentido.

Fama e Jensen (1983) entendem a organização como um nexo de contratos escritos e não-escritos, ou formais e informais, que contemplam os passos dos processos de decisão da organização, definem as reivindicações residuais remanescentes e definem os mecanismos de controle para os problemas de agência decorrentes dos processos de decisão. Como a elaboração desses contratos implica em custos, a sobrevivência da organização envolve a decisão ou balanço dos custos e benefícios em alinhar as decisões dos agentes às decisões dos acionistas.

Além da importância da discussão contratual, deve-se também considerar o contexto institucional em que a empresa está inserida. Para Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1998), a regulação e o grau de *enforcement* da legislação também são determinantes nos conflitos de agência. Muitas vezes, o contexto institucional determina as variações da estrutura de propriedade dos países, em que a elevada concentração acionária aparece como solução às baixas proteções legais aos acionistas, como forma de evitar a expropriação dos acionistas pelos gestores. Demsetz e Lehn (1985) já haviam discutido que o aparato legal pode ser determinante na estrutura de propriedade, ao defender que se existem mecanismos

para monitorar e disciplinar adequadamente a gerência das empresas, os proprietários estariam inclinados em reduzir a sua participação na firma.

Para Bebchuk (1999), a estrutura de propriedade dispersa ou concentrada depende dos benefícios privados que o controle pode proporcionar. Em países com menor proteção legal, os benefícios privados do controle tais como operações informais e transações arbitrárias com partes relacionadas (Silveira *et al.*, 2007) tendem a ser maiores, havendo então maior incentivo à manutenção do controle.

2.2.2 Acionistas x gestores

O problema de agência discutido até a década de 1980, no contexto da estrutura de propriedade, baseava-se na relação entre acionistas e gestores. Jensen e Meckling (1976) descrevem a relação de agência como uma relação contratual, em que o principal (acionista) contrata um agente (gestor) para desempenhar tarefas conforme seu interesse, delegando certos poderes para tal. O problema é que o primeiro tem o objetivo de maximização dos lucros da empresa, enquanto o segundo tende a maximizar as suas compensações, benefícios, poder, etc. Segundo Jensen e Meckling (1976), se ambas as partes tendem a maximizar seus próprios interesses, que são divergentes, há grande possibilidade de não haver alinhamento de interesses, ou seja, o agente tende a não priorizar a maximização dos lucros da empresa.

Alguns esforços das partes devem então ser feitos para minimizar este conflito. Segundo Jensen e Meckling (1976), esses esforços não podem ser feitos sem custos adicionais, sendo esses chamados de custos de agência, que são principalmente o custo de o principal elaborar e estruturar adequadamente os contratos; estabelecer incentivos apropriados aos gestores, como bonificação

atrelada a resultados; investir em monitoramento dos agentes; e o custo com perdas residuais decorrentes de decisões de gestores diferentes daquelas que maximizariam a riqueza do principal. Os gastos promovidos pelos agentes para provar ao principal que seus atos não implicam em prejuízos à maximização dos lucros da empresa também são tratados como custos de agência (SILVEIRA, 2004). Andrade e Rossetti (2009) também destacam, separadamente aos custos de monitoramento, os custos para construção e manutenção de sistemas complexos de informações gerenciais.

Alguns exemplos de atitudes dos gestores e situações que podem ocasionar a expropriação de riqueza dos acionistas, segundo Andrade e Rossetti (2009), são: resistência a liquidações, cisões ou fusões vantajosas aos acionistas; preços de transferência baixos para empresas nas quais os gestores são sócios; assimetria informacional entre gestores e acionistas; tomada de decisões gerenciais importantes não consensadas (juízo gerencial); descompromisso com a perpetuidade da empresa; resistência a avaliações de altos cargos da empresa, como o próprio cargo; possibilidade de anulação do poder de influência dos Conselhos de Administração e outros conselhos ou colegiados.

Outro problema de agência causado por gestores é a diversificação, normalmente relacionada à busca por poder e prestígio, quando são definidas estratégias e investidos recursos em prol do crescimento do tamanho da empresa, e não da lucratividade (BAUMOL, 1959 *apud* GEDAJLOVIC E SHAPIRO, 1998). Neste contexto de conflito de agência entre gestores e acionistas, a diversificação em excesso é um dos problemas mais comuns em estruturas de propriedades dispersas, quando podem ser aceitos projetos cujos retornos antecipados são ruins (GEDAJLOVIC; SHAPIRO, 1998).

Jensen e Meckling (1976), então, defendem que concentração acionária é uma solução para minimizar este problema, já que elevada concentração permite que os acionistas majoritários (principais) obtenham mais informações e melhor monitorem os gestores (agentes), minimizando o problema de agência.

Entretanto, estudos mais recentes como Shleifer e Vishny (1997), La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), Bebchuk (1999), Thomsen e Pedersen (2000), Claessens *et al.* (2002) e Lins (2003) têm demonstrado que é rara a estrutura de propriedade discutida por Berle e Means (1932), e que é também a discutida por Jensen e Meckling (1976) e demais estudos considerados precursores, sendo a propriedade dispersa encontrada basicamente nos Estados Unidos e na Inglaterra. Empresas de outros países caracterizam-se pela elevada concentração de propriedade, na maioria das vezes sob controle familiar, e essa concentração é ainda mais acentuada em economias emergentes como no caso do Brasil (OKIMURA, 2003). Desta forma, em casos de concentrações elevadas, é necessário discutir o problema de agência com outro enfoque.

2.2.3 Acionistas majoritários x acionistas minoritários

Segundo Andrade e Rossetti (2009), a propriedade dispersa implica numa categoria de conflito em que os proprietários (principais) e os diretores (agentes) não coincidem e têm divergência de interesses, podendo os gestores expropriarem riqueza dos acionistas, implicando num conflito proprietários x diretores. Por outro lado, a categoria de conflito presente na maioria dos países, que possuem propriedade mais concentrada e em muitos casos os proprietários são também os gestores, é conhecida como conflito majoritários x minoritários. Nestes casos, a elevada concentração acionária minimiza os problemas de agência entre

proprietários e gestores, mas o problema da expropriação de riqueza passa a ser entre os acionistas, com prejuízo aos minoritários (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

A expropriação de riqueza dos minoritários pode ser feita de diversas formas pelos acionistas controladores: pagamentos de salários excessivos para si, quando gestores da empresa; autonomeação ou a nomeação de parentes para cargos executivos privilegiados ou assento no Conselho de Administração; transferência de ações com deságio ou prática de *insider trading*; pagamento de preços de transferência altos para empresas das quais são proprietários; utilização de ativos da empresa para garantia de empréstimos particulares; não extensão aos minoritários e/ou preferencialistas dos preços pagos por novos controladores (*tag along*); tomada de decisões de investimentos que reduzem seus riscos e não maximizam o valor da empresa (DAMI *et al.*, 2006; OKIMURA, SILVEIRA E ROCHA, 2007).

A análise da influência da estrutura de propriedade no desempenho e valor das empresas, portanto, vai depender da categoria de conflito decorrente da concentração acionária. No caso de propriedade concentrada, como na maioria dos países, inclusive o Brasil, esse problema de agência deve ser analisado pelos benefícios da elevada concentração e os seus riscos.

2.2.4 Efeitos alinhamento e entrincheiramento

As vantagens e desvantagens da elevada concentração acionária são analisadas por diversos autores, com destaque aos estudos mais recentes como Shleifer e Vishny (1997), Claessens *et al.* (2002) e Okimura (2003).

Para esses autores, os benefícios da concentração acionária estão no interesse dos grandes acionistas, por terem muitos recursos investidos na empresa,

em monitorar os gestores de forma a não agirem em benefício próprio. Quanto maior a concentração acionária, maior o incentivo em monitorar os agentes para que estes tomem decisões para o qual eles foram contratados, em prol da maximização do valor da empresa (CLAESSENS *et al.*, 2002). Esse efeito é chamado de alinhamento ou incentivo. Em muitos casos, o principal é também o agente, ou seja, o acionista majoritário é também o diretor ou presidente da empresa, e então o conflito proprietário-diretor é mínimo. Essa situação de sobreposição da propriedade e da gestão é bastante comum em países com predominância de empresas familiares.

Por outro lado, a elevada concentração acionária pode levar a maior expropriação dos acionistas minoritários e, por consequência, a um menor valor e desempenho das empresas, sendo também chamado de efeito entrincheiramento (SILVEIRA, 2004). Em países de baixa proteção legal, principalmente aqueles com emissão de ações de diferentes direito de voto, esses riscos são ainda maiores.

Outra desvantagem da elevada concentração é o conservadorismo dos investimentos, sendo os principais acionistas mais avessos ao risco e levando a menor diversificação (SHLEIFER e VISHNY, 1997), já que a propriedade representa relevância dos seus recursos. Jensen e Meckling (1976) sugerem que pode haver prática de subinvestimento quando há concentração de propriedade, já que os custos investidos que não obtiverem retorno serão divididos entre os acionistas, impactando significativamente os majoritários. A elevada concentração acionária também permite ao controlador a proteção quanto a um possível processo de aquisição hostil, minimizando os seus riscos quanto maior for a concentração. Essas práticas podem implicar em perda de oportunidades que poderiam maximizar o valor da empresa (SHLEIFER e VISHNY, 1997; SILVEIRA, 2004).

Sarlo Neto (2009) destaca ainda o efeito cumprimento ou *enforcement*, que considera a capacidade de um sistema jurídico de uma nação de fazer cumprir os direitos dos acionistas minoritários. Assim como defendido por Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1998), em situações de baixo *enforcement* o risco de expropriação dos acionistas pelos gestores e também dos minoritários pelos majoritários é maior e a concentração da propriedade tende a ser mais elevada.

Considerando os efeitos alinhamento e entrincheiramento, o presente estudo pretende verificar empiricamente o efeito “líquido” (OKIMURA, SILVEIRA E ROCHA, 2007) da elevada concentração acionária no Brasil, por intermédio da análise do contexto institucional brasileiro em cenários mais recentes do que aqueles até então pesquisados.

2.2.5 Estudos correlatos

A relação entre valor e desempenho e a estrutura de propriedade e governança das empresas tem sido constantemente testada nas últimas décadas. Com a intensificação dos estudos de governança corporativa, diversos estudos com diferentes países testam essa relação, estudos esses que inicialmente focavam empresas principalmente americanas (propriedades dispersas), mas que a partir da década de 1990 e início da década atual incluíram também empresas européias e de países emergentes (propriedades mais concentradas). Segundo Shleifer e Vishny (1997) e Gibson (2003), poucos estudos analisam a qualidade da governança corporativa em países emergentes.

Um dos primeiros estudos sobre governança foi o de Jensen e Meckling (1976), ao defenderem que a propriedade dispersa incorre em problemas de agência entre os acionistas (principais) e os gestores (agentes) por divergência de

interesses. Demsetz e Lehn (1985), ao analisarem os custos e benefícios em relação ao valor e desempenho do grau de concentração acionária das empresas e não encontrarem relação significativa entre concentração e desempenho, defendem que a estrutura de propriedade é específica de cada firma e a competição de mercado é que a levaria a uma estrutura ótima. Demsetz e Villalonga (2001), com testes não-lineares, também não encontram relação significativa entre estrutura de propriedade e desempenho e sugerem que existem vantagens em estruturas difusas que compensam os custos de agência.

Morck *et al.* (1988) também encontram relação não linear entre valor e concentração da propriedade pertencente aos conselheiros de administração, concluindo que o valor da empresa aumenta em concentrações de 0% a 5%, decresce de 5% a 25% e depois aumenta suavemente. Em pesquisa com empresas de porte similares, Chen, Hexter e Hu (1993) encontraram resultados similares para concentrações até 10% a 12%, seguido de decréscimo, mas a partir daí o efeito entrincheiramento continua se sobrepondo ao alinhamento, diferentemente de Morck *et al.* (1988), considerando como inconclusivos esses resultados.

Estudos em países com concentrações acionárias intermediárias, por sua vez, também apresentam resultados diversos. Gedajlovic e Shapiro (1998), em seu estudo sobre estrutura de propriedade e desempenho em cinco países (EUA, Canadá, Inglaterra, França e Alemanha) encontram certa divergência de resultados e destacam a importância do contexto institucional de cada nação. Thomsen e Pedersen (2000), ao estudarem as maiores empresas européias, encontram relação positiva entre desempenho e concentração até certa faixa, não encontrando relação significativa em concentrações mais elevadas e destacando a possibilidade de faixas de concentrações com diferentes comportamentos (relações não-lineares).

Estudos recente como os de Thomsen e Pedersen (2000), Claessens *et al.* (2002) e Lins (2003) têm testado essa relação em países de elevada concentração, como é o caso da maioria dos países emergentes. Segundo Filatotchev *et al.* (2001), pouco se sabe sobre os efeitos da concentração no desempenho das empresas, pois a maioria dos estudos aborda países de alta dispersão acionária, como Inglaterra e principalmente EUA. Para Claessens *et al.* (2002), poucos estudos têm abordado os custos da presença de grandes acionistas.

Em estudos com alguns países emergentes como o Brasil, que em geral apresentam concentrações mais elevadas e menor proteção aos minoritários, é discutida a existência de duas classes de ações com diferentes direitos de voto; o efeito pirâmide, em que a última estrutura da firma pertence a uma cadeia com participações uma nas outras (SHLEIFER e VISHNY, 1997); e a propriedade cruzada ou *cross-holding*, quando a propriedade de duas ou mais empresas entre elas dificulta a perda do controle. Nesses casos, os acionistas mantêm o controle da empresa com menor posse direta de ações. Assim, a discussão da concentração acionária vai além do grau de concentração, sendo necessária a análise do contexto institucional de cada nação.

La Porta *et al.* (1998), ao examinarem 49 países, concluem que as diferenças legais de proteção aos investidores e a qualidade do *enforcement* dessas leis são determinantes nas variações da estrutura de propriedade dos países. A concentração acionária, então, atuaria como um mecanismo substituto ou de compensação às baixas proteções legais aos acionistas.

Claessens (1997), ao estudar o processo de privatização das empresas na República Tcheca e Eslováquia, concluiu que o processo levou a uma estrutura de propriedade mais concentrada, e que a concentração acionária tem relação positiva

com o valor das empresas. Concluiu ainda que essa relação era ainda mais significativa quando os proprietários eram investidores domésticos, sugerindo que estes poderiam melhor dirigir a empresa. Em um estudo com empresas russas privatizadas, Filatotchev *et al.* (2001) analisam as causas da elevada concentração acionária no país e encontram que a relação entre desempenho e concentração acionária com direito de voto é negativa.

Claessens *et al.* (2002), ao estudarem a concentração acionária em oito países do leste asiático, encontram relação positiva entre concentração de ações com direito de fluxo de caixa e desempenho das empresas, e negativa entre o valor da firma e o excesso de votos. Lins (2003), em seu estudo com países emergentes que inclui o Brasil, também encontra relação negativa entre excesso de votos e valor da firma. Lins (2003) considera ainda que a ausência de acionistas controladores na gestão da empresa mitiga a falta de proteção aos minoritários, atuando de forma a monitorar os gestores. Ang, Cole e Lin (2000), por sua vez, encontraram em seu estudo com empresas pequenas que os custos de agência são maiores quando a firma não é dirigida por um grande acionista. Lee e Ryu (2003) encontram ainda que a possibilidade de venda da participação a investidores externos pode reduzir o valor da firma, enquanto a compra de ações pelos atuais controladores pode levar à valorização da empresa.

No Brasil, Okimura (2003) e Silveira (2004) identificam, para as empresas brasileiras listadas na BOVESPA, que a concentração de votos influencia de forma quadrática o valor das empresas (relacionando ora aos benefícios ora aos custos da alta concentração), e que a relação é negativa entre valor e excesso de votos. Entretanto, obtêm resultados divergentes na análise com outras medidas de desempenho. Dami *et al.* (2006) tratam a concentração acionária em 3 categorias

(dispersa, dominante e majoritária) e encontram relação quadrática com a performance para o crescimento da empresa e instabilidade da rentabilidade, sendo primeiramente um efeito alinhamento e posteriormente um efeito entrincheiramento, mas não encontram resultados significativos para outras variáveis como Q de Tobin.

A diversidade de estudos indica que não existe um consenso se e como a estrutura de propriedade afeta o valor das empresas (GRIFFITH, 1999). Uma vez que os resultados são divergentes nos diversos contextos, é necessário analisar cada cenário institucional, como defendido por La Porta *et al.* (1998), entre outros.

2.3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

2.3.1 Conceitos e objetivos

A separação entre a propriedade e controle e as suas conseqüências, como os problemas de agência, despertaram a necessidade de se criar mecanismos que assegurassem a continuidade das empresas, surgindo então as primeiras discussões sobre a governança corporativa.

Para Zingales (1997), o termo “governança corporativa” foi criado a partir da segunda metade da década de 1970, tornando-se muito importante não apenas no contexto acadêmico como também nos debates sobre as políticas das empresas de capital aberto. Esse autor discute a teoria da firma e do direito de propriedade e considera que a governança corporativa existe porque os contratos são incompletos, gerando espaço para disputa (barganha). Nessa visão contratual, o sistema de governança pode ser eficiente ao proporcionar incentivos *ex-ante* e alterar as condições do poder de barganha *ex-post*. Zingales (1997) defende ainda que a governança corporativa é um sistema complexo de condições que molda o poder de

barganha *ex-post* sobre os *quasi-rent* (diferença entre o que as partes podem gerar juntas e o que elas podem obter no mercado) gerados pela firma.

Shleifer e Vishny (1997) defendem que as forças de mercado são um importante meio para alcançar a eficiência econômica, mas por si só não garantem aos ofertadores de recursos que as corporações darão o retorno dos investimentos, sendo esse um papel da governança corporativa.

Os conceitos de governança se diversificam à medida que aumentam as discussões sobre o tema. Na evolução da GC, Andrade e Rossetti (2009) apontam três marcos principais ocorridos nas décadas de 1980 e 1990: o ativismo de Monks; o relatório de Cadbury e os princípios da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico). Para esses autores, o primeiro marco destacou a importância da atuação dos acionistas na corporação, destacando os valores de *fairness* (senso de justiça, com equidade no tratamento dos acionistas) e *compliance* (conformidade legal, em especial aos acionistas minoritários), enquanto o segundo destacou, além dos acionistas, os papéis dos conselhos, auditores e executivos, e acrescentou mais dois valores, o de *accountability* (prestação responsável de contas) e *disclosure* (transparência das informações). Esses são atualmente considerados os quatro valores da governança corporativa e que basearam a lei Sarbanes-Oxley, de 2002. Por fim, em 1999 a OCDE propôs as práticas de boa governança, destacando seus benefícios às corporações, tais como o aumento da confiança na gestão para atrair mais investidores do mercado de capitais e reduzir os custos para captação de recursos.

Silva Junior (2006) sintetiza algumas concepções de governança corporativa como um sistema de regulação da relação entre a propriedade (interesse dos acionistas ou *shareholders*) e a direção (interesse dos gestores) de uma corporação,

abrangendo também múltiplos interesses (*stakeholders*), proporcionando transparência das operações, eficiência de processos internos e externos e eficácia em seus resultados de curto, médio e longo prazos.

Para Silveira (2004), a governança corporativa é um conjunto de mecanismos internos e externos de incentivo e controle que visa à minimização dos conflitos de agência e alinhamento de interesses entre gestores e acionistas na situação de separação entre propriedade e controle. Para esse autor, a estrutura de propriedade com destaque à concentração acionária, dentre os diversos mecanismos de governança corporativa, é um dos principais mecanismos com impacto no desempenho das empresas.

Para o IBGC (2004), a governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo as relações entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, e as boas práticas de governança têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Adotaremos esse conceito para a presente pesquisa.

2.3.2 Mecanismos de governança corporativa

No estudo da governança corporativa, é importante analisar as forças ou mecanismos de controle de maior influência na estrutura de governança de uma corporação. Silveira (2002) apresenta duas categorias de mecanismos de governança: mecanismos externos e mecanismos internos.

Para esse autor, os principais mecanismos externos às corporações são: (a) mercado de aquisição hostil; (b) mercado competitivo; e (c) fiscalização contábil

periódica e externa através de auditorias e agentes do mercado financeiro. No primeiro, os gestores tendem a agir com mais eficácia, alinhado aos interesses dos acionistas e com mais cuidado na geração de custos de agência, sob o risco de aquisição hostil e perda do cargo. No segundo, quanto mais competitivo for o setor de atuação da empresa, mais informações terão os investidores para avaliar comparativamente a empresa em relação às demais, assim como os seus executivos. O terceiro mecanismo externo refere-se ao contexto legal de exigência de *accountability* (SILVEIRA, 2002).

Ainda como mecanismos externos, Andrade e Rossetti (2009) consideram todo o ambiente legal e regulatório e seus níveis de *enforcement*, separadamente dos padrões contábeis exigidos. Consideram também a presença de fundos de *private equity* e investidores institucionais (fundos de pensão e fundos mútuos de investimentos), que buscam empresas de melhor governança e defendem os interesses dos seus cotistas.

Por sua vez, os mecanismos internos destacados por Silveira (2002) são: (a) conselho de administração (CA); (b) sistema de remuneração dos gestores; e (c) estrutura de propriedade. O CA tem forte papel no sistema de governança, atuando nas estratégias cruciais da empresa e monitoramento de resultados, além do poder de nomear e substituir a diretoria executiva, entre outros papéis. O tamanho e composição do conselho, principalmente quanto à presença de *outsiders*, influenciam diretamente a governança da empresa. A estrutura de remuneração, por sua vez, é um mecanismo interno de alinhamento dos interesses dos gestores aos dos acionistas, feito normalmente através de bonificação ou *stock options* da empresa (SILVEIRA, 2002).

Por fim, a estrutura de propriedade ou o grau de concentração acionária da empresa implica diretamente na sua estrutura de governança. Além da posse direta de ações, alguns mecanismos dessa estrutura são utilizados para o controle da empresa, tais como as concentrações diretas através da emissão de ações com direito de voto diferenciado; ou as concentrações indiretas, através de propriedade cruzada de duas ou mais empresas e da estrutura piramidal de empresas *holdings*, que detêm o controle das empresas objeto de controle. Para Bebchuk (1999), a emissão de ações com e sem direito a voto é uma característica apenas das estruturas de controle incontestável (concentrado), sendo uma forma de manter o controle da empresa com uma maior captação de recursos. Assim, não há sentido praticar dois tipos de ações com diferentes direitos de voto em estruturas dispersas (cujo controle é contestável).

Rajan e Zingales (2003) argumentam que existe um mecanismo de governança potencialmente superior à estrutura de propriedade, que eles chamam de acesso, definido como a habilidade de usar ou trabalhar com recursos críticos, sendo esse um mecanismo possivelmente não-contratual de alocação de poder. Esses autores argumentam que o poder é determinante na escolha do melhor investimento, pois o acesso a recursos críticos gera maior incentivo à escolha do melhor investimento do que os efeitos da estrutura de propriedade.

Entretanto, por ser o mecanismo mais abordado nos diversos estudos sobre o controle da empresa e suas relações com a performance corporativa, a estrutura de propriedade é também o de maior destaque neste estudo pelos problemas de agência decorrentes dessa estrutura, já discutido em capítulos anteriores. Desta forma, o mecanismo estrutura de propriedade é aquele tratado com maior enfoque na presente pesquisa e separadamente à qualidade da governança corporativa.

2.3.3 Modelos de governança corporativa

A diversidade de conceitos de governança corporativa é resultado dos diferentes modelos de governança existentes. Segundo Silva Junior (2006), essa diversidade pode ser explicada em parte pela diversidade cultural e institucional das nações, como também pelo processo histórico de formação de suas economias e suas entradas no contexto da economia global.

A maioria dos trabalhos apresenta dois modelos de governança: anglo-saxão e europeu-japonês. Entretanto, Gedajlovic e Shapiro (1998) encontram certa divergência entre EUA, Inglaterra, Alemanha, Canadá e França e sugerem que apenas dois modelos não são suficientes para o estudo da governança no mundo. Andrade e Rossetti (2009) propõem cinco grandes modelos de governança.

Quadro 1: Comparativo entre os modelos internacionais de governança corporativa

Características definidoras	Modelo anglo-saxão	Modelo Alemão	Modelo Japonês	Modelo latino-europeu	Modelo latino-americano
Financiamento predominante	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	Indefinida	<i>Debt</i>
Propriedade e controle	Dispersão	Concentração	Concentração com cruzamentos	Concentração	Familiar concentrado
Propriedade e gestão	Separadas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas	Sobrepostas
Conflitos de agência	Acionistas-direção	Credores-acionistas	Credores-Acionistas	Majoritários-minoritários	Majoritários-minoritários
Proteção legal a minoritários	Forte	Baixa ênfase	Baixa ênfase	Fraca	Fraca
Conselhos de administração	Atuantes, foco em direitos	Atuantes, foco em operações	Atuantes, foco em estratégia	Pressões para maior eficácia	Vínculos com gestão
Liquidez da participação acionária	Muito alta	Baixa	Em evolução	Baixa	Especulativa e oscilante
Forças de controle mais atuantes	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para externas	Internas
Governança corporativa	Estabelecida	Adesão crescente	Ênfase crescente	Ênfase em alta	Embrionária
Abrangência dos modelos de governança	Baixa	Alta	Alta	Mediana	Em transição

Fonte: Andrade e Rossetti, 2009.

O modelo anglo-saxão é um modelo particular, caracterizado pela dispersão da propriedade e níveis mais desenvolvidos de governança corporativa, representados principalmente pelos EUA e Inglaterra. Os demais modelos abrangem países com concentrações acionárias não dispersas. Os modelos alemão e japonês apresentam várias semelhanças entre si, sendo por muitos tratado como modelo nipo-germânico, mas distinguem-se principalmente pelo fato do segundo modelo apresentar forte controle de bancos e particularidade das organizações, os *keiretsus*, conglomerado de empresas que possuem ligações horizontais entre si pela posse cruzada de ações (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Os modelos latino-europeu e latino-americano são também similares entre si, com elevadas concentrações e sistema de governança corporativa ainda incipiente, principalmente o segundo, que tem forte participação familiar. Andrade e Rossetti (2009) destacam ainda que estes dois modelos sintetizam as características mais praticadas, mas devem ser observadas as diferenças culturais e legais entre os diversos países, que podem apresentar particularidades relevantes na análise.

O contexto brasileiro, caracterizado principalmente por empresas de controle e gestão familiar com alta concentração do capital, acionistas minoritários passivos e conselhos de administração ainda figurativos, se assemelha ao modelo latino-americano proposto por Andrade e Rossetti (2009). Para Gibson (2003), os países emergentes caracterizam-se principalmente por controle fechado, normalmente controlado pelo sócio fundador, com pouco *enforcement* dos direitos dos acionistas. Em seu estudo com 8 grandes países emergentes, que inclui o Brasil, ele sugere que a governança corporativa nesses países não é eficiente.

Para Demsetz e Lehn (1985), Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1998), se existe proteção legal os riscos de expropriação dos acionistas pelos

gestores serão minimizados e haverá maiores incentivos à dispersão da propriedade. A maior proteção legal permite ainda que investidores externos estejam mais dispostos a pagar pelos ativos financeiros da empresa (LA PORTA *ET AL.*, 1998), o que pode refletir no valor da empresa.

No Brasil a proteção legal ainda é fraca e a estrutura de propriedade predominante é a concentrada, apesar de melhorias importantes ocorridas principalmente a partir de 2001 (SILVEIRA *et al.*, 2007). As particularidades desse cenário institucional, com destaque à emissão de ações com direito diferenciado de voto, entre outras características, devem ser estudadas a parte.

2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

2.4.1 Evolução da estrutura de propriedade e controle no Brasil

No Brasil, o início do desenvolvimento do mercado de capitais nacional deu-se a partir da década de 1990. As privatizações ocorridas nessa década e a abertura e desregulamentação da economia, com quebra de barreiras ao ingresso do capital estrangeiro, ensejaram as primeiras experiências de controle compartilhado formalizado por meio de acordo de acionistas, resultando em um ambiente corporativo um pouco mais competitivo (IBGC, 2009).

A instituição do Plano Real e consequente estabilização da moeda, comparativamente às décadas anteriores, também contribuiu para o avanço do mercado de capitais nacional. Este cenário propiciou ainda um processo de fusões e aquisições, impulsionado pelo grande número de empresas familiares em processos sucessórios complicados, em que os objetivos profissionais dos herdeiros frequentemente não estavam alinhados aos dos fundadores, acarretando em um

processo de profissionalização que abriu oportunidades para aquisições (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Em contrapartida ao ingresso de capitais externos na bolsa de valores nacional, ocorreu também um processo de internacionalização de grandes empresas brasileiras com presença em mercado de capitais estrangeiros, com aumento tanto em número quanto em volume de operações. Isso se deu através do lançamento de programas de *ADRs – American Depositary Receipts*, que são certificados representativos de ações ou outros valores mobiliários, emitidos e negociados no mercado de capitais dos Estados Unidos (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

A presença em mercado de capitais mais exigentes, por sua vez, gerou uma contrapartida de melhorias nos padrões de governança dessas empresas. Essas pressões por adoção das regras de boa governança e dos valores fundamentais (*fairness, compliance, disclosure e accountability*), por conselhos de administração mais eficazes e com presença de *outsiders* desvinculados da direção, entre outras práticas adequadas de governança, também contribuíram para o desenvolvimento e melhorias dos padrões de governança no país.

Somado a estes fatores, foi criado no final do ano de 1995 o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, com o objetivo de formar profissionais conselheiros que pudessem atuar como *outsiders* no conselho de administração das empresas, aumentando o profissionalismo deste órgão de controle. Em 1999, a instituição passou a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), com o intuito mais ampliado de atuação no sistema de governança das empresas.

2.4.2 Características da estrutura de governança no Brasil

A partir de trabalhos como o de Aldrighi e Mazzer Neto (2005), que fazem um levantamento da concentração acionária das empresas brasileiras de capital aberto no ano de 2001, é possível afirmar que a forte concentração acionária e a emissão de ações com direito diferenciado de voto é a principal característica do modelo de governança nacional. Nesse modelo, a ausência é quase total de estrutura de propriedade dispersa. A concentração da propriedade deve ser uma resposta do mercado para minimizar a expropriação dos acionistas por parte dos administradores, em países com baixa proteção legal aos investidores (OKIMURA, SILVEIRA E ROCHA, 2007; LA PORTA *et al.*, 1998).

Além da concentração acionária e da emissão de ações com direito de voto diferenciado, o modelo de governança brasileiro é caracterizado também pela presença de controle familiar ou compartilhado por poucos investidores (alta sobreposição entre a propriedade e a gestão); presença de acionistas minoritários pouco ativos; e estrutura pouco formal dos conselhos de administração, com pouca clareza na divisão de papéis entre conselheiros e diretoria, escassez de conselheiros profissionais e remuneração pouco relevante (PEDREIRA; SANTOS, 2006).

Andrade e Rossetti (2009) atribuem algumas características do mercado nacional ao resultado histórico de uma série de fatores, tais como: atratividade de investimentos de origem externa, condições de infra-estrutura para atuação competitiva das empresas, política econômica com foco em crescimento, oferta e custos das operações de crédito, complexidade da estrutura legal, ineficiência do sistema judiciário, limitações impostas pela política ambiental, entre outros.

Andrade e Rossetti (2009) apontam ainda outras características do mercado nacional decorrentes desses fatores, como o pequeno número de empresas listadas na bolsa, apesar do recente impulso de abertura de capital a partir de 2004; pequeno número de empresas com expressão mundial; preponderância de sociedades anônimas de capital fechado; presença intensa de empresas de origem externa; e participação expressiva dos investidores estrangeiros e dos institucionais no mercado de capitais.

Apesar dessa pouca expressão mundial e participação ainda pequena de empresas, o mercado acionário nacional passou por diversas mudanças nos últimos anos, com reflexos principalmente a partir de 2001. Um conjunto de medidas legais e de incentivo à boa governança contribuiu com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

2.4.3 Medidas recentes de melhoria da governança corporativa

Após alguns escândalos ocorridos nos Estados Unidos a partir de 2001 envolvendo fraudes contábeis, como o caso da Enron e Worldcom, o estudo da qualidade da governança corporativa tornou-se ainda mais intenso. Aumentaram as pressões por melhoria da governança, levando à promulgação da Lei Sarbanes-Oxley em 2002. Essa lei, mais exigente e prevendo punições de natureza civil e penal, passou a ser aplicada às empresas com valores mobiliários negociados nos Estados Unidos, interferindo na governança de diversas empresas brasileiras com operações em bolsas americanas. Serviu ainda como pressão externa por melhoria da governança das empresas em todos os mercados.

Em meio a esses escândalos contábeis, as principais medidas de estímulo às boas práticas de governança no Brasil já haviam sido recentemente divulgadas e

promulgadas. Com a nova lei das sociedades por ações, a divulgação da Cartilha de “Boas Práticas” de governança elaborada pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários), o código das melhores práticas de governança corporativa definido pelo IBGC e a criação de níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) pela BOVESPA, esperava-se investidores institucionais mais ativos, maior dispersão do controle acionário, maior foco na eficiência econômica e transparência da gestão.

Em 2001, a promulgação da então chamada nova Lei das SAs, a Lei 10.303, estimulou a participação do pequeno investidor ao lhe proporcionar a redução de riscos e uma melhor participação no controle da companhia, sendo considerado um marco para a governança corporativa no Brasil (MACEDO; SIQUEIRA, 2006). Essa lei reduziu o limite máximo de emissões de ações preferenciais para 50% das ações totais, instituiu o direito de inclusão dessas ações na oferta pública de alienação do controle, entre outras vantagens compensatórias aos preferencialistas. Também incluiu disposições para atuação da Assembléia Geral, Conselho de Administração e Conselho Fiscal e ampliação do acordo de acionistas.

Essa lei instituiu ainda o *tag along*, ou “alongamento” do prêmio pago pelo controle da companhia, com a obrigatoriedade de assegurar para os minoritários valor mínimo de 80% do preço pago aos controladores, conferindo maior proteção aos minoritários. Apesar da proteção aos minoritários, a nova disposição aumentou os custos das operações de aquisição hostil, desincentivando essas operações ou até mesmo a abertura de capital das empresas (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Ainda assim, as novas exigências da lei tiveram reflexos positivos na GC das empresas.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), instituição responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais brasileiro, divulgou em 2001 a

Cartilha de “Boas Práticas” de governança corporativa. Essa cartilha também teve o intuito de estimular as empresas à adoção de práticas que atraíssem os investidores minoritários, permitindo maior participação destes, com recomendações para melhor acesso de minoritários às assembleias, defesa do *tag along* com preços iguais para os diferentes tipos de ações, direito a voto aos preferencialistas em caso de não pagamento dos dividendos, acessibilidade dos termos do acordo de acionistas, adoção de normas internacionais de contabilidade, entre outras recomendações.

O IBGC, por sua vez, também lançou um código de melhores práticas de governança, primeiramente em 1998 e com revisão em 2003, sendo o mais conhecido e utilizado pelas companhias brasileiras (SILVEIRA *ET AL.*, 2007), abrangendo as diversas questões sobre os valores da governança, participação dos minoritários, atuação dos conselhos, entre outras. Também defendeu temas como responsabilidade corporativa, atuação de conselheiros independentes e direito de voto a todos os acionistas em assuntos de grande relevância para a companhia.

Por fim, em 2000 a BOVESPA implantou os níveis diferenciados de governança corporativa (Níveis 1, 2 e Novo Mercado), com adesões ocorridas a partir de 2001, com o objetivo de proteger o acionista minoritário e agilizar os litígios que envolvem o acionista e a empresa, enfatizando a transparência e a qualidade na prestação de contas (BOVESPA, 2005, *apud* MACEDO E SIQUEIRA, 2006).

As mudanças institucionais ocorridas nesta década tiveram fundamental importância no avanço da governança corporativa e mercado de capitais brasileiro (MACEDO; SIQUEIRA, 2006). Segundo diversos autores, como Silveira (2004) e Nardi e Nakao (2006), o objetivo dessas mudanças foi: reduzir a assimetria informacional entre empresa e demais agentes envolvidos, aumentar a proteção aos acionistas minoritários de forma a incentivar a sua participação no mercado acionário

e reduzir os custos de captação de recursos a partir da maior transparência e maior credibilidade adquirida pela empresa junto a credores e acionistas.

2.4.4 Níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC)

A importância da boa governança para o desenvolvimento do mercado de capitais tem levado a recomendações e mecanismos de adesão voluntária. Essas iniciativas surgem como alternativa compensatória a medidas importantes não exigidas legalmente (SILVEIRA *ET AL.*, 2007). A criação dos NDGC pela Bolsa de Valores de São Paulo, em 2000, foi uma iniciativa neste sentido. O objetivo principal era sinalizar para o mercado as empresas mais compromissadas com as melhores práticas de governança, bem como aumentar o interesse de investidores pelo mercado acionário e proporcionar a valorização das empresas.

As exigências mínimas para listagem na BOVESPA são definidas pelo chamado mercado tradicional, com regras definidas em lei e regulamentadas pela CVM. As categorias com diferenciais são os níveis 1 e 2 e o Novo Mercado. Os níveis 1 e 2 estão voltados para empresas já listadas na Bolsa e que buscam a diferenciação, aderindo às condições exigidas para cada categoria, enquanto o Novo Mercado, por exigir somente a emissão de ações com direito de voto, está voltado principalmente a empresas que ainda não abriram o capital (BOVESPA, 2009). O quadro 2 sintetiza as principais exigências e diferenças entre esses segmentos.

As adesões iniciaram em 2001, com 15 empresas aderindo ao Nível 1. A partir de 2003, já havia 36 empresas em um dos níveis diferenciados de GC. A adesão foi expressiva em 2007, com 68 adesões somente neste ano. Ao final de 2008, haviam cerca de 160 companhias listadas em um dos segmentos diferenciados da BOVESPA.

Quadro 2 – Diferenciações entre os segmentos da BOVESPA criados em 2000

	Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Percentual mínimo de ações em negociação (<i>Free float</i>)	Não há regra	Mínimo de 25% de <i>free float</i>	Mínimo de 25% de <i>free float</i>	Mínimo de 25% de <i>free float</i>
Tipos de ações emitidas	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON
Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros, conforme legislação	Mínimo de 3 membros, conforme legislação	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes
Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional	Facultativo	Facultativo	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS
Concessão de <i>tag along</i>	80% para ações ON, conforme legislação	80% para ações ON, conforme legislação	100% para ações ON e 80% para ações PN	100% para ações ON
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativo	Facultativo	Obrigatório	Obrigatório

Fonte: BOVESPA, 2009

A BOVESPA criou ainda um novo segmento, chamado BOVESPA Mais, para atrair empresas que pretendem abrir capital de maneira gradual, mas com a adoção de boas práticas de governança. Entretanto, a adesão a essa categoria foi baixa, com apenas uma empresa.

Essas categorias de governança buscaram facilitar a identificação, por parte dos investidores, das empresas com melhores práticas de governança. Para Silveira *et al.* (2007), a iniciativa de criação dos NDGC já era um sucesso no início de 2007, quando os IPOs realizados optavam por um dos NDGC. Desta forma, serão adotados neste trabalho os níveis de governança diferenciados mais praticados, os

níveis 1, 2 e Novo Mercado, como forma de medir a qualidade da governança corporativa e sua influência no valor e desempenho das empresas.

2.5 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E GOVERNANÇA E SEUS EFEITOS NO VALOR E DESEMPENHO DAS EMPRESAS

2.5.1 Estrutura de propriedade x valor e desempenho

As incertezas e lentidões na resolução dos processos e as múltiplas interpretações das leis aumentam a insegurança e os custos contratuais, que por sua vez implicam em maiores custos e desestímulos à atividade econômica (PINHEIRO, 2003, *apud* MACEDO E SIQUEIRA, 2006). Os mecanismos de *enforcement* são então determinantes nesse desenvolvimento (LA PORTA *ET AL.* 1998; CLAESSENS, 2002) e influenciam o mercado de capitais, visto que quanto maior for o rigor e fiscalização das leis, menor serão os riscos de expropriação de riqueza dos acionistas. Esse cenário de baixo *enforcement* é uma característica dos países latino-americanos, inclusive o Brasil (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Assim, em um ambiente legal deficiente e com baixo *enforcement*, busca-se o aumento da concentração como forma de compensar os riscos de expropriação do acionista pelo gestor (SHLEIFER; VISHNY, 1997), que é uma característica da estrutura de propriedade brasileira. As recentes mudanças legais ocorridas nesta década no Brasil em prol da melhoria na governança corporativa com impacto na estrutura de propriedade das empresas podem ter contribuído com a redução dos riscos de expropriações, estimulando o mercado de capitais e reduzindo as concentrações acionárias. Ainda assim, espera-se que essas melhorias não devem ter sido suficientes para dar a devida proteção contra as expropriações, prevalecendo um baixo *enforcement*.

Além disso, a possibilidade de emissão de ações com direito de voto diferenciado - que é o principal mecanismo de separação entre propriedade e controle no Brasil ao permitir que os acionistas majoritários mantenham o controle com uma menor proporção do capital total - é um incentivo adicional à expropriação de riqueza dos minoritários (SILVEIRA, 2004). E como o controle no Brasil exige mais de 50% das ações com direito a voto, as concentrações do controle são elevadas.

Além dos riscos de expropriação de riqueza, o conservadorismo dos investimentos e os problemas de gestão característicos dos países com grande presença de empresas familiares, como o Brasil, podem acarretar em prejuízos à performance da empresa. Isso porque em elevadas concentrações, os principais acionistas são mais avessos ao risco, levando a menor diversificação (SHLEIFER e VISHNY, 1997), já que a propriedade representa relevância dos seus recursos. Jensen e Meckling (1976) sugerem também que pode haver prática de subinvestimento quando há concentração de propriedade, já que os custos investidos que não obtiverem retorno serão divididos entre os acionistas, impactando significativamente os majoritários.

A elevada concentração acionária também permite ao controlador a proteção quanto a um possível processo de aquisição hostil, minimizando os seus riscos quanto maior for a concentração. Essas práticas podem implicar em perda de oportunidades que poderiam maximizar o valor da empresa (SHLEIFER e VISHNY, 1997; SILVEIRA, 2004). Desta forma, espera-se nesse contexto de elevada concentração que o efeito entrincheiramento prevaleça sobre o efeito alinhamento.

H1a: O valor e o desempenho das empresas possuem relação significativa e negativa com o aumento da concentração do controle.

Alguns autores defendem que a elevada concentração pode ter relação não linear com o valor e desempenho das empresas, como Thomsen e Pedersen (2000). Isso sugere que pode existir um ponto de inflexão, ou seja, relações diferentes para diferentes níveis de concentração. Através de testes com relações quadráticas das variáveis de concentração é possível verificar a existência desse ponto a partir do qual a relação passa a ter sinal oposto.

Como as concentrações acionárias no Brasil possuem diversos níveis, havendo alguns casos de baixa e outros de total concentração de controle, é possível a existência de relações distintas para diferentes faixas de concentração. Espera-se neste estudo que em concentrações mais elevadas o efeito alinhamento seja predominante, pois a facilidade de expropriação dos minoritários e o conservadorismo superam os prejuízos à riqueza do maior acionista com a redução do valor e desempenho pelo entrincheiramento. Espera-se então a predominância do efeito entrincheiramento em concentrações mais elevadas, havendo predominância do efeito alinhamento em concentrações mais moderadas, quando os riscos de expropriação dos minoritários são menores.

H1a': O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a concentração do controle até certo nível, a partir do qual a relação passa a ser negativa.

No Brasil, como forma de manutenção do controle as concentrações de propriedade do maior acionista normalmente são compostas majoritariamente de ações com direito a voto, muitas vezes com ausência de ações preferenciais em empresas que possuem os dois tipos de ações. Desta forma, espera-se relações similares a H1a e H1a' para o caso da concentração total (ações ordinárias e preferenciais) e suas relações com valor e desempenho das empresas.

H1b: O valor e o desempenho das empresas possuem relação significativa e negativa com o aumento da concentração total da propriedade.

H1b': O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a concentração total da propriedade até certo nível, a partir do qual a relação passa a ser negativa.

Da mesma forma, para o caso das empresas que emitem os dois tipos de ações, concentrações mais elevadas de ações preferenciais de posse do maior acionista implicam em incentivos similares ao monitoramento (efeito alinhamento), e menor chance de expropriação dos minoritários (efeito entrincheiramento). Isso porque pode haver menor controle para a expropriação ou não há estímulo para isso ao implicar em menor valor das ações preferenciais.

H1c: O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com o aumento da concentração das ações preferenciais.

Da mesma forma, havendo relações diferentes para certos níveis de concentração, espera-se que quanto maior seja a concentração de ações preferenciais, menor será o interesse do maior acionista em expropriar os minoritários e preferencialistas. Para baixas concentrações de ações preferenciais, o maior acionista deve possuir proporção muito maior de ações ordinárias, sendo ainda compensatória a expropriação dos preferencialistas e minoritários.

H1c': O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e negativa com a concentração das ações preferenciais até certo nível, a partir do qual a relação passa a ser positiva.

Apesar de pouco abordado nos trabalhos pesquisados, estuda-se também os efeitos da presença de mais de um grande acionista controlador. A existência de um

único grande acionista na empresa permite que a expropriação dos minoritários seja ainda mais fácil de ser praticada, pela inexistência de um ou mais acionistas com grande interesse em monitorar aquele de maior controle. Neste caso, o principal acionista tende a minimizar alguns problemas de agência como pagamento de altos salários para si, nepotismo, utilização de ativos para empréstimos pessoais, entre outros, pela presença de outro investidor de maior porte no monitoramento. Além disso, é comum que esses acionistas sejam fundos de *private equity* ou investidores institucionais (fundos de pensão e fundos mútuos de investimentos), que buscam empresas de melhor governança e defendem os interesses dos seus cotistas. Assim, espera-se que os benefícios do efeito alinhamento sejam superiores aos custos do efeito entrenchamento.

H1d: O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a presença de mais de um grande acionista controlador.

Em níveis muito elevados de concentração do segundo e terceiro maiores acionistas, em que a concentração é muito elevada em apenas 3 acionistas, pode existir maior chance de atuação conjunta desses, com menor presença de minoritários para atuar e pressionar, facilitando a expropriação destes.

H1d': O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a concentração do controle por mais de um grande acionista até certo nível, a partir do qual a relação passa a ser negativa.

Por sua vez, quanto maior a diferença entre o direito de controle (ações ordinárias) e a concentração das ações preferenciais, maiores serão as chances de expropriação dos pequenos investidores. Quando a proporção de ações com direito a voto é maior que a proporção de ações totais, ou seja, existe maior proporção de ações de controle do que preferenciais com o maior acionista, estes tendem a ter os

incentivos para buscar a melhor performance, porém com maior proporção de controle para práticas de expropriação do minoritário que prejudicam essa performance (CLAESSENS *et al.*, 2002; OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004).

H1e: O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e negativa com o excesso de votos.

2.5.2 Qualidade da governança corporativa x valor e desempenho

A qualidade da governança corporativa também é um importante mecanismo de mercado. A possibilidade de identificar facilmente as empresas com adoção de boas práticas de governança, principalmente para os pequenos investidores, reduzindo a assimetria informacional entre acionistas majoritários e *stakeholders*, pode se tornar um diferencial de mercado para as empresas.

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 (BOVESPA, 2009). Os níveis 1, 2 e Novo Mercado criadas em 2000 pela BOVESPA são as categorias de medida de qualidade de governança mais conhecidas pelo mercado. A adesão a esses níveis diferenciados é uma sinalização ao mercado de que a empresa pratica uma boa governança e busca a transparência na relação com os agentes envolvidos (acionistas, gestores, funcionários, clientes e demais *stakeholders*), entre outras boas práticas de governança internacionalmente recomendadas. Como consequência, as empresas esperam valorização, melhoria da imagem institucional e redução dos custos de capital (MACEDO; SIQUEIRA, 2006; ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Diversos autores propuseram medidas alternativas de qualidade da governança corporativa. Leal e Carvalho da Silva (2005) construíram um índice de governança corporativa baseada em 24 questões binárias, abrangendo o grau de *disclosure* (transparência), a composição e funcionamento do conselho de administração, conflitos éticos e de interesse e direito dos acionistas. Esse índice foi utilizado também por Silveira *et al.* (2007). Entretanto, mesmo considerando questões objetivas cujos dados estão disponíveis em base de dados secundárias, existe certa subjetividade na consideração do peso ou relevância que cada questão possui na definição de pontuação do índice. De forma a evitar essa subjetividade, e considerando principalmente que para o período utilizado nessa pesquisa a adesão a um dos NDGC já era alta, optou-se por este último como forma de medir a qualidade da governança corporativa das empresas.

Silveira *et al.* (2007) defendem que existem custos que devem ser considerados na adoção de boas práticas de governança, tais como o receio dos maiores acionistas em não participar das principais decisões, perda do prêmio pelo controle e redução de benefícios privados tais como operações informais e transações arbitrárias com partes relacionadas, além dos custos diretos da boa governança como a manutenção de um departamento de relações com investidores, divulgação de informações financeiros dentro de padrões internacionais de contabilidade, custos do Conselho de Administração, entre outros. Mesmo assim, Leal e Carvalho da Silva (2005) e Silveira *et al.* (2007) encontraram resultados positivos para a relação entre valor e o índice de governança corporativa adotado em suas pesquisas. O primeiro encontrou ainda relação positiva especificamente entre valor e o Nível 2 e Novo Mercado.

Para Silveira *et al.* (2007), como a adesão é voluntária, as empresas optam por aderir a um dos NDGC se esperarem redução do custo de capital e melhoria de valor de mercado. Segundo Nardi e Nakao (2006), a adesão a um dos níveis reflete positivamente na imagem das empresas, seja na forma de maior confiança e segurança por parte do investidor ou na maior qualidade das informações financeiras para análise. Almeida, Scalzer e Costa (2006) concluem que as empresas listadas em um dos NDGC possuem maior conservadorismo nas suas informações contábeis, o que sugere maior confiança das informações, o que deve refletir na decisão do investidor.

Se há menor possibilidade de expropriação (que gera custos e despesas às empresas) e maior profissionalismo, há reflexos positivos também no desempenho corporativo. Para Silveira *et al.* (2007), além da redução do custo de capital e melhor valorização da empresa, a adoção de boas práticas pode tornar o processo de decisão pela direção mais eficiente, melhorar os controles internos, proporcionar melhores oportunidades de diversificação para o grupo controlador e melhorar o desempenho da empresa.

H1f: O valor e desempenho das empresas possuem relação significativa e positiva com a qualidade da governança corporativa.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 TIPOLOGIA DO ESTUDO E ASPECTOS METODOLÓGICOS

Segundo Martins (2000), o tipo de abordagem de uma pesquisa pode ser combinado com duas ou mais modalidades, conforme objeto da pesquisa. Para este autor, a abordagem empírico-analítica privilegia estudos práticos e tem caráter técnico, restaurador e incrementalista, com forte preocupação causal entre as variáveis. O presente trabalho caracteriza-se por um estudo empírico, com utilização de métodos estatísticos e técnicas quantitativas de tratamento e análise dos dados.

Essa pesquisa tem como objetivo a verificação de hipóteses já testadas por outros autores em pesquisas similares e em períodos anteriores, sendo então adotada para este trabalho a tipologia empírico-analítica. Para Martins (2000), nem todos os tipos de trabalho necessitam de formulação de hipóteses, mas quando há possibilidade de apresentá-las é possível obter grandes vantagens metodológicas. Esse autor considera que a rejeição ou não da hipótese contribuirá decisivamente na busca dos objetivos propostos. Desta forma, optou-se por enunciar as hipóteses do trabalho para facilitar o entendimento das relações testadas na pesquisa e a verificação da sua aceitação ou rejeição.

3.2 DEFINIÇÃO TEÓRICA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

3.2.1 Definição das variáveis

Para a operacionalização das variáveis, foram considerados importantes estudos nacionais e internacionais publicados nos últimos anos, que testaram a

relação entre estrutura de propriedade e/ou governança corporativa com valor e desempenho das empresas. O quadro 3 resume essas informações.

Quadro 3. Operacionalização das variáveis

TRABALHO	Valor e Desempenho	Estrutura de Propriedade (EP)	Governança corporativa (GC)	Var. Controle (VC)
Gedajlovic e Shapiro, 1998	ROA	CONC, Diversificação	-	InAT, cresc. vendas, setor, % partic. Estrangeiros, idade
Thomsen e Pedersen, 2000	Market-to-book, ROA, Vendas	C.ORD, Identid.	-	setor, país, EstCap; Outras: Cresc. vendas e ações, LIQ, payout
Claessens et al., 2002	Market-to-book	PREF, EXC, Identid., dummy p/ 2 classes, pirâmide e <i>crosshold</i>	-	InAT, país, setor, idade, cresc. vendas;
Lins, 2003	Q de Tobin	C.TOT, % Mgmt contr., dummy Mgmt contr.	-	VC: InAT, EstCap e pot. Inv.,
Okimura, 2003	Q de Tobin, Valor da firma, LOAT, LAJIRDA	C.ORD1, C.TOT1, EXC (ou DIF), Identid.	-	VC: InAT, setor, REC, LIQ, alavanc. e volatil.
Silveira, 2004	Q de Tobin, Valor da firma, LOPAT, LOAT, LAJIRDA	EstCap; C.ORD1, C.TOT1, DIF (EXC)	Questionário para definir IGC; Var. Conselho Adm	VC: REC, setor, ADR, BOV, ID, Payout
Dami et al., 2006	RPL, CRL, Q de Tobin	C.TOT1	-	VC: AT, Inst. Rentab. e EstCap
Macedo e Siqueira, 2006	IBOV	-	N1, N2 e NM da Bovespa	-
Pedreira e Santos, 2006	Q de Tobin, MVA e P/L	-	N1, N2 e NM da Bovespa	-
Silveira et al., 2007	Q de Tobin, Valor da firma	C.ORD1; C.ORD3; C.TOT1; C.TOT3; EXC1; EXC3	Questionário para definir IGC	Cresc., Tam, ROA, ROE, ADR, N2 ou NM, alavanc., payout, etc
VARIÁVEIS DEFINIDAS NA PESQUISA	Q de Tobin, Valor da firma, LOAT, LAJIRDA	C.ORD1, C.TOT1, C.PREF1, EXC, C.ORD2,3	N1, N2 e NM da Bovespa	VC: InREC, EstCap, LIQ, ADR, Setor

Fonte: elaborada pela autora.

As variáveis indicadas ao final do quadro 3 representam as variáveis definidas para esta pesquisa baseadas principalmente em estudos anteriores. As variáveis dependentes englobam 2 variáveis de valor e 2 variáveis de desempenho. As variáveis independentes são compostas de 5 variáveis de estrutura de propriedade,

3 *dummies* para a qualidade da governança corporativa e 4 variáveis de controle. O quadro 4 apresenta a descrição das variáveis definidas para a pesquisa.

Quadro 4. Descrição das variáveis

VALOR	Q	Q de Tobin, dado pelo valor de mercado das ações e das dívidas dividido pelo ativo total; $Q = (VMA + PC + ELP + \text{Estoque} - AC) / AT$
	VF	Valor da Firma, dado pelo <i>Enterprise Value</i> (calculado pela Econômica), dividido pelo ativo total
DESEMP	LOAT	Lucro operacional sobre o Ativo Total (Lo/AT)
	LAJIRDA	Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações (Ebtida calculado pela Econômica), dividido pelo ativo total
EP	C.ORD1	Concentração do controle: % de ações ordinárias do maior acionista
	C.TOT1	Concentração total: % de ações totais do maior acionista
	C.C.PREF1	Concentração de ações preferenciais: % de ações preferenciais do maior acionista
	EXC	Excesso de votos, dado pelo o grau de votos em excesso do controlador em relação à concentração total $(C.ORD1/C.TOT1 - 1)$
	C.ORD2,3	% de Ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas $(C.ORD2 + C.ORD3)$
GC	N1, N2 e NM	Variáveis dicotômicas (<i>dummies</i>) para cada NDGC da Bovespa (Níveis 1, 2 e Novo Mercado)
VC	REC	Tamanho da empresa, representado por ln da Receita Líquida
	EstCap	Estrutura de capital, definida pelo patrimônio líquido sobre o ativo total
	LIQ	Liquidez em bolsa, calculada pela Econômica
	ADR	Variável dicotômica (<i>dummy</i>) para as empresas que possuem ADR (<i>American Depositary Receipt</i>)

Fonte: elaborada pela autora.

As variáveis da pesquisa foram obtidas para cada empresa da amostra em diferentes anos. Foi analisado o período de 2003 a 2008, assim definido de forma a

considerar os efeitos das medidas tomadas em prol da governança corporativa no início desta década e o ingresso mais significativo das empresas nos NDGC.

Foram realizados testes de correlação entre as variáveis e aquelas com elevadas correlações entre si são alternadas nas equações dos modelos utilizados. As variáveis de desempenho e valor para cada empresa, assim como as variáveis de estrutura de propriedade, que possuem alta correlação entre si, se alternam nas equações. As variáveis de governança corporativa e as variáveis de controle são consideradas fixas em todas as equações por não haver correlação elevada em relação às demais variáveis da análise.

7.2.2 Variáveis dependentes

As variáveis dependentes das relações analisadas são as variáveis de valor da empresa, representadas por Q e VF, e aquelas relacionadas aos números contábeis de margem (SILVEIRA, 2004), chamadas de variáveis de desempenho e representadas por LOAT e LAJIRDA.

3.2.2.1 Valor

O Q de Tobin proposto originalmente é uma medida de valor definida como a razão do valor de mercado das ações e dívidas sobre o custo de reposição dos ativos. Entretanto, segundo Okimura (2003), esse cálculo é praticamente impossível nas empresas brasileiras, pois estas dificilmente emitem títulos de dívidas abertas ao público. Segundo este autor, o valor de mercado das dívidas e o custo de reposição dos ativos são dificilmente observáveis. Apenas o valor de mercado das ações pode ser facilmente obtido, através da cotação da bolsa de valores brasileira. Devido a

essas limitações, o Q de Tobin será calculado por uma aproximação dada pela seguinte equação (CHUNG E PRUITT, 1994 *apud* OKIMURA, 2003):

$$Q = \frac{(VMA+D)}{AT} \quad (1)$$

Em que:

VMA: valor de mercado das ações, representado pelo valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais (VMA = VMON + VMPN);

D: valor contábil do exigível total, igual à soma do passivo circulante, exigível a longo prazo e estoques, deduzido do ativo circulante (D= PC+ELP+Est-AC);

AT: ativo total da empresa.

O valor de Q superior a 1 sugere que a empresa cria valor e entre 0 e 1 sugere que a empresa perde valor. Todos os dados para cálculo de Q de Tobin foram obtidos da base Económica.

Outra medida de valor utilizada nesta pesquisa é o Valor da Firma sobre o ativo total, VF, calculado da seguinte forma:

$$VF = \frac{\text{Enterprise Value}}{AT} \quad (2)$$

Em que:

Enterprise Value: calculado pela Económica com a seguinte consideração:

Enterprise Value = VMA + DbCP + FINCP + DbLP + FINLP + ACC – DICP, com VMA o valor de mercado das ações, DbCP, DbLP, FinCP e FinLP as debêntures e financiamentos de curto e longo prazos, respectivamente, ACC os adiantamentos de contratos de câmbio e DICP as disponibilidades e investimentos de curto prazo.

Para as variáveis de valor, nas cotações das ações foi considerado o preço médio do último dia de negociação em cada ano, sendo que a cotação das ações ordinárias foi aproximada à da ação preferencial em alguns casos de indisponibilidade de dados. Para os dados contábeis, foram considerados os valores nominais de fechamento do último trimestre de cada ano.

3.2.2.2 Desempenho

As variáveis de desempenho propostas são os indicadores LOAT e LAJIRDA, calculadas a partir de dados contábeis obtidos da base de dados Económica. Foram considerados os valores nominais relativos ao fechamento do último trimestre de cada ano.

LOAT = Lucro operacional dividido pelo Ativo total

LAJIRDA = Lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações (aproximado ao valor EBTIDA da Económica) dividido pelo ativo total.

3.2.3 Variáveis independentes

As variáveis independentes da pesquisa foram divididas em duas categorias: variáveis de estrutura de propriedade e de governança corporativa.

3.2.3.1 Estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade é dada pelas variáveis de concentração de ações do maior acionista C.ORD1, C.TOT1 E C.C.PREF1, concentração do 2º e 3º maiores acionistas (C.ORD2,3) e excesso de votos (EXC). Todos os dados para

cálculo das variáveis de estrutura de propriedade foram obtidos da base de dados Economática, que consideram as concentrações diretas de ações.

Concentração do controle (C.ORD1): é o valor percentual das ações ordinárias do maior acionista, dado pelo valor das ações ordinárias do maior acionista dividido pelo valor total das ações ordinárias da empresa;

Concentração total (C.TOT1): é o valor percentual das ações totais do maior acionista, dado pelo valor das ações ordinárias e preferenciais do maior acionista dividido pelo valor total das ações da empresa;

Concentração de ações preferenciais (C.C.PREF1): é o valor percentual das ações preferenciais do maior acionista, dado pelo valor das ações preferenciais do maior acionista dividido pelo valor total das ações preferenciais da empresa;

Concentração do 2° e 3° maiores acionistas (C.ORD2,3): é o valor percentual das ações ordinárias do 2° e 3° maiores acionistas, ou seja, é dado por $C.ORD2+C.ORD3$.

Excesso de votos (EXC): é o valor do percentual de ações ordinárias dividido pelo percentual de ações totais do maior acionista, deduzido de 1, ou seja, $EXC = (C.ORD1/C.TOT1) - 1$. Se $EXC > 0$, a proporção de ações ordinárias é maior que de ações totais do maior acionista, indicando excesso de votos.

3.2.3.2 Governança corporativa

As variáveis de indicadores de qualidade da governança corporativa são dadas por variáveis *dummies* para cada segmento diferenciado de governança da BOVESPA (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado), atribuindo 1 ao nível a que a

empresa pertence e zero para os demais níveis. Se a empresa não é listada em nenhum desses segmentos, é atribuído zero para cada nível. Cada nível de governança é analisado isoladamente. As informações de empresas listadas nos segmentos diferenciados foram obtidas do site da BOVESPA.

3.2.4 Variáveis de controle

As variáveis dependentes de valor e desempenho podem ser afetadas por outros fatores que, se não controlados, podem alterar os resultados dos testes. Esses fatores, com implicação direta ou indireta nas variáveis dependentes, devem ser considerados na equação através das chamadas variáveis de controle. Foram utilizadas quatro variáveis de controle para testar a relação entre a estrutura de propriedade e governança e o valor e desempenho das empresas: estrutura de capital, tamanho, liquidez e ADR. Todos os dados para as variáveis de controle foram obtidos da base Económica.

Estrutura de capital

Segundo Coutinho, Amaral e Bertucci (2006), os aspectos que permeiam a decisão de autofinanciamento, endividamento ou emissão de novas ações são importantes na estrutura de propriedade. A estrutura de capital é analisada através do valor contábil do patrimônio líquido dividido pelo valor contábil do ativo total, ambos medidos em valores nominais ao final de cada período.

$$EstCap = PL_i/AT \quad (3)$$

Tamanho

O tamanho da empresa foi medido neste trabalho através do logaritmo natural da Receita Líquida Operacional (lnREC), dada pela receita bruta deduzida dos

impostos sobre vendas. Para Siqueira (1998), empresas menores apresentam melhores retornos, sugerindo uma correlação negativa entre tamanho da empresa e valor e desempenho. Demsetz e Villalonga (2001) defendem ainda que o tamanho da empresa possui correlação negativa com a concentração acionária, sugerindo que empresas maiores possuem propriedade mais dispersa.

Liquidez

A liquidez é tratada como a liquidez em bolsa, calculada diretamente pela Económica, dada por:

$$LIQ = 100 \times \left(\frac{p_i}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n_i}{N} + \frac{v_i}{V}\right)} \quad (4)$$

Em que:

p_i é número de dias em que houve ao menos uma negociação com a ação no período analisado e P o número total de dias do período analisado;

n_i é número de negócios com a ação no período analisado e N o número de negócios com todas as ações no período analisado;

v_i é volume em moeda original negociado com a ação no período analisado e V o volume negociado com todas as ações no período analisado.

ADR

Foi considerado ainda uma variável dummy para a empresa que possui ADR (*American Depositary Receipt*), atribuindo 1 para as mesmas e zero para as demais. Como as empresas com negociação na bolsa americana possuem exigências de governança corporativa segundo a lei Sarbanes-Oxley e demais regras locais, espera-se uma relação positiva dessas empresas com o valor e desempenho.

Além das variáveis de controle acima descritas, foram também consideradas variáveis *dummies* para cada ano e para cada setor. As *dummies* para cada setor (conforme classificação da base Econômica no quadro 5, exceto o setor de finanças e seguros) foram utilizadas apenas em um dos métodos utilizados, por se tratar de variáveis fixas ao longo dos anos. A inclusão de variáveis *dummies* para anos e setores tem o objetivo de eliminar qualquer evento macroeconômico que possa influenciar a relação testada (OKIMURA, 2003; SARLO NETO, 2009).

Quadro 5. Setores de atividade segundo classificação da Econômica

1. Alimentos e bebidas	11. Papel e celulose
2. Agro e pesca	12. Petróleo e gás
3. Comércio	13. Química
4. Construção	14. Siderurgia e metalurgia
5. Eletroeletrônicos	15. Software e dados
6. Energia elétrica	16. Telecomunicações
7. Máquinas industriais	17. Têxtil
8. Mineração	18. Transporte e serviços
9. Minerais não-metálicos	19. Veículos e peças
10. Outros	

Fonte: elaborada pela autora.

3.3 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

Como a pesquisa refere-se ao mercado brasileiro, as empresas participantes foram definidas a partir das seguintes condições:

1. Companhias abertas não-financeiras negociadas na BOVESPA entre 2003 e 2008. Segundo Dami *et al.* (2006), empresas financeiras possuem evidências históricas de melhor performance que as empresas não-financeiras. Para Claessens *et al.* (2002), a lucratividade e valor de empresas financeiras é mais difícil de calcular e comparar com empresas de outros setores.

2. Liquidez em bolsa maior do que 0,001%, de forma a eliminar empresas com liquidez muito baixa, pois possuem menor probabilidade de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado (OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004).

Como principal fonte de coleta de dados foi utilizada a base de dados secundária Económica. Deste sistema de informação foram obtidos dados para as variáveis de valor e desempenho, variáveis de controle e variáveis de estrutura de propriedade. Os dados dos NDGC foram coletados no site da BOVESPA.

As empresas que apresentaram dados insuficientes, para a utilização de alguma variável, foram eliminadas. Também foram estabelecidas condições para a variável de controle EstCap, eliminando os dados com $EstCap < -5$, ou seja, eliminando os dados de empresas cujo patrimônio líquido é negativo em mais de cinco vezes em relação ao valor do ativo total. Também foram consideradas condições de *outliers* para as variáveis dependentes, com eliminação de cerca de 1% dos dados, com a seguinte consideração para cada variável dependente: Q, $VF > 10$ e Q, $VF < 0$; $LOAT > 1$ e $LOAT < -1$ e $LAJIRDA > 0.5$ e $LAJIRDA < -0.5$. A maioria dos dados eliminados pela condição $EstCap < -5$ coincide com as condições definidas para as variáveis dependentes. O quadro 6 ilustra o número de observações de acordo com as condições estabelecidas na pesquisa e a definição da amostra, após a eliminação dos dados de setor financeiro e liquidez mínima considerados.

Quadro 6. Dados e condições para definição da amostra

Variável Dependente	Número de observações no período 2003 a 2008				
	Observações Iniciais	Condição de EstCap < -5	Condição da Var. Depend.	Dados faltantes	Observações finais
Q	1861	-49	-14	-352	1446
VF	1861	-49	-20	-409	1383
LOAT	1861	-49	-9	-207	1596
LAJIRDA	1861	-49	-12	-243	1557

Fonte: elaborada pela autora.

A amostra é considerada representativa para todas as variáveis dependentes, com uma média de 250 observações para cada ano, englobando mais de 410 empresas nos seis anos do período de análise.

3.4 MODELAGEM

O conjunto de dados do trabalho constitui um agrupamento de dados com dinâmica intertemporal, numa combinação de cortes transversais e séries temporais, e por isso serão utilizados modelos de regressão com dados em painel. Como existe número de observações diferentes para os diferentes anos, o conjunto de dados forma um painel não balanceado.

Primeiramente, o modelo a ser considerado é o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) com abordagem POOLED, que trata os dados de séries temporais como diferentes empresas para cada período (LEE E RYU, 2003). Esse método possui a deficiência de desconsiderar fatores não-observáveis que podem influenciar as relações testadas, provocando uma incorreta identificação dessa relação (SARLO NETO, 2009).

Nas equações de dados em painel, é comum separar esses fatores não observados (ε_i) que afetam a variável dependente em dois termos: os fatores constantes (a_i) e os fatores que variam com o tempo (μ_{it}), que são os erros idiossincráticos. A equação geral inicialmente apresentada para k variáveis explicativas é então:

$$y_i = \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + a_i + \mu_{it}, t = 1, 2, \dots \quad (5)$$

Como é possível que esses fatores não observáveis específicos de cada empresa e que não variam ao longo do tempo (a_i) estejam relacionados com a

variável explicativa da equação (y_{it}), são também utilizados modelos específicos de dados em painel para evitar que os coeficientes estimados sejam inconsistentes. Para tal, os métodos mais comuns são os efeitos fixos e efeitos aleatórios.

O estimador de efeitos fixos usa uma transformação para remover o efeito não observado antes da estimação, removendo quaisquer variáveis explicativas constantes no tempo e eliminando possíveis inconsistências decorrentes de correlação entre a_i e a variável dependente (y_{it}). Essas variáveis que incluem quaisquer características que diferenciam uma empresa da outra e não variam com os anos do período estudado podem não ser bem capturados por *dummies* de setor, a exemplo de fatores individuais das empresas de um mesmo setor de atividade tais como qualidade da gestão e oportunidades de crescimento intrínsecas ao negócio, (OKIMURA, 2003). As variáveis (*dummies*) de setor, desta forma, não são utilizadas nesse método. O método dos efeitos fixos com dados em painel não balanceados é possível desde que o motivo pelos quais há falta de períodos de tempo não seja sistematicamente relacionado com os erros idiossincráticos (WOOLDRIDGE, 2006).

Já o estimador para efeitos aleatórios é utilizado quando é esperado que o efeito não observado a_i é não correlacionado com qualquer variável explicativa (x_{it}) e, havendo bom controle na equação, espera-se que qualquer heterogeneidade que tenha sido negligenciada induza a uma correlação serial apenas no termo de erro, sem causar correlação entre os erros da composição e as variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2006). As hipóteses de efeitos aleatórios ideais incluem todas as hipóteses de efeitos fixos mais o requisito adicional de que a_i seja independente de todas as variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2006). Desta forma, o método de efeitos aleatórios é mais adequado para a_i não correlacionado com todas as variáveis independentes.

A idéia não é de que o efeito específico de cada empresa seja fixo ou aleatório, mas que seja correlacionado ou não com os regressores x_{it} (OKIMURA, 2003). Como não é conhecida a relação entre a_i e x_{it} , foram utilizados também esses dois métodos. No caso da abordagem dos efeitos aleatórios, foi utilizado o método dos mínimos quadrados generalizados (MQG), enquanto que para os efeitos fixos a estimação foi feita pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). Desta forma, além do método POOLED, os dados foram testados através de regressões múltiplas com dados em painel para efeitos fixos e para efeitos aleatórios.

Esses três métodos possuem então diferentes finalidades. Para identificar qual desses métodos é o mais adequado, utilizou-se primeiramente o teste Breusch-Pagan do tipo Multiplicador de Lagrange (ML) para verificar se o método POOLED ou o método de efeitos aleatórios é o mais adequado. Para este teste, a hipótese nula é de que os efeitos não-observáveis são iguais a zero, indicando o método POOLED como o mais adequado, e a hipótese alternativa é a de que os efeitos não-observáveis são diferentes de zero (SARLO NETO, 2009). Se a hipótese nula é rejeitada, então é testado se o método do efeito fixo ou aleatório é o mais adequado, por meio do teste de Hausman. Nesse teste, a hipótese nula é a de que a correlação entre os efeitos não-observáveis e as variáveis é nula, sugerindo os efeitos aleatórios como o mais adequado, e a sua rejeição sugere a utilização dos efeitos fixos (OKIMURA, 2003).

A definição das variáveis da equação considerou também as correlações entre as variáveis independentes, alternando aquelas que possuem elevada correlação entre si. As relações testadas seguem as seguintes equações:

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 EP_{it} + \beta_2 EXC_{it} + \beta_3 GC_{it} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j dVC_{j_{it}} + \sum_{\alpha=1}^6 \delta_{\alpha} da_i + \sum_{s=1}^{19} \varphi_s ds_{it} + \varepsilon_i \quad (6)$$

e

$$P_{it} = \alpha + \beta_1 EP_{it} + \beta_1 \cdot (EP_{it})^2 + \beta_2 EXC_{it} + \beta_3 GC_{it} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j dVC_{jit} + \sum_{\alpha=1}^6 \delta_{\alpha} da_{it} + \sum_{s=1}^{19} \varphi_s ds_{it} + \varepsilon_i \quad (7)$$

Em que:

- P: variáveis dependentes de valor e desempenho alternadas na equação: Q de Tobin (Q), Valor da Firma (VF), LOAT e LAJIRDA
- EP: variáveis de estrutura de propriedade alternadas na equação (C.ORD1, C.TOT1, C.PREF1 e C.ORD23).
- EXC: variável de estrutura de propriedade fixa na equação (EXC)
- GC: variáveis *dummies* para cada um dos NDGC (N1, N2 e NM)
- VC: variáveis de controle (EstCap, InREC, LIQ e ADR)
- *da*: variável *dummy* para cada ano
- *ds*: variável *dummy* para cada setor, utilizada somente no caso POOLED.

As relações testadas consideram ainda a possibilidade de uma relação com diferentes comportamentos em diferentes faixas de concentração (equação 7), já que pode haver pontos de inflexão na relação entre concentração e valor ou desempenho, como defendido por diversos autores como Morck *et al.* (1988), Chen, Hexter e Hu (1993) e Thomsem e Pedersen (2000). Os testes das relações entre valor e desempenho com estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto consideram, na presente pesquisa, os modelos com variáveis simples e quadráticas de dados em painel nos métodos POOLED, efeitos fixos e efeitos aleatórios.

Capítulo 4

4 RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DOS DADOS

4.1.1 Estrutura de propriedade e governança no Brasil

O perfil médio da concentração acionária no Brasil pode ser obtido através de um resumo das variáveis de concentração direta utilizadas no trabalho, conforme indicado na Tabela 1.

Tabela 1. Estrutura de propriedade no Brasil

ANO	Concentrações médias					
	C.ORD1	C.TOT1	C.PREF1	C.ORD2,3	EXC	
2003	61,83%	47,76%	29,15%	21,42%	0,45	
2004	61,08%	47,89%	29,57%	21,83%	0,43	
2005	59,90%	47,04%	28,40%	22,34%	0,41	
2006	57,88%	45,66%	27,71%	21,69%	0,39	
2007	54,40%	44,54%	27,60%	20,68%	0,31	
2008	55,11%	46,09%	29,95%	21,06%	0,28	
Amostra total	Média	58,37%	46,50%	28,73%	21,50%	0,38
	Desvio	0,10%	1,31%	0,98%	0,59%	0,07

Fonte: elaborada pela autora.

Trabalhos anteriores referentes a períodos até o ano de 2004 obtiveram concentrações de controle e totais mais elevadas. Okimura (2003) obteve concentrações médias de controle e totais do maior acionista (C.ORD1 e C.TOT1) de 76% e 54%, respectivamente, para o período de 1998 a 2002. Silveira (2004) obteve dados semelhantes. Estes trabalhos consideraram também as concentrações indiretas, como efeitos pirâmide e *cross-holding*, e utilizaram outra base de dados para a coleta de informações sobre a concentração acionária. Ainda assim, é

possível considerar que houve certa redução da concentração da propriedade do maior acionista no Brasil a partir de 2003.

Observa-se uma redução das concentrações de controle e total, principalmente nos de 2006 e 2007, com pequeno aumento em 2008, provavelmente decorrente da crise iniciada no segundo semestre desse ano. Essa redução foi mais sutil para as concentrações de ações preferenciais. Isso também pode ser observado pela acentuada redução do excesso de votos, o que indica que a desconcentração foi maior por meio das ações com direito a voto do que sem direito a voto, indicando redução do controle pelo maior acionista. Observa-se ainda o elevado desvio-padrão do excesso de votos, sugerindo que as proporções de ações ordinárias sobre as ações totais são muito variadas. Quanto à presença de um segundo e terceiro grandes acionistas, não houve alterações significativas.

A evolução da governança corporativa das empresas brasileiras negociadas na BOVESPA pode ser comparada às adesões aos níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC). A tabela 2 informa, a partir da amostra do trabalho, o número de empresas listadas e o percentual sobre o total de empresas da amostra para cada ano e segmento.

Tabela 2. Empresas da amostra listadas nos NDGC da BOVESPA

ANO	Nível 1		Nível 2		Novo Mercado		Total	
	n° empr.	% do total da amostra	n° empr.	% do total da amostra	n° empr.	% do total da amostra	n° empr.	% do total da amostra
2003	28	9,79%	4	1,40%	2	0,70%	34	11,89%
2004	30	10,53%	5	1,75%	6	2,11%	41	14,39%
2005	33	11,91%	9	3,25%	16	5,78%	58	20,94%
2006	32	10,92%	13	4,43%	40	13,65%	86	29,01%
2007	31	9,25%	17	5,07%	87	25,97%	135	40,29%
2008	31	9,25%	15	4,48%	95	28,36%	141	42,09%

Fonte: elaborada pela autora.

As adesões iniciaram-se em 2001, ainda pouco relevantes, sendo mais imediatas as adesões ao Nível 1, principalmente porque empresas que possuíam *ADRs* poderiam se adequar mais facilmente a este nível. Essas adesões, porém, se estabilizaram a partir de 2005. As adesões ao Nível 2 foram crescentes em todo o período, sendo entretanto as menos significativas dos segmentos. Destaca-se o aumento de empresas no Novo Mercado a partir principalmente de 2005, quando houve diversos *IPOs (Initial Public Offer)* e novos entrantes no mercado, que é o foco deste segmento. Ao final do período, mais de 40% das empresas da amostra estão listadas em um dos três segmentos, o que demonstra a evolução da governança corporativa ao longo do período em estudo.

4.1.2 Valor e desempenho das empresas brasileiras

Para melhor analisar os dados utilizados na pesquisa, também foram resumidas as informações obtidas para o valor e desempenho das empresas.

Tabela 3. Valor e desempenho das empresas brasileiras

ANO	Q	Concentrações médias			
		VF	LOAT	LAJIRDA	
2003	0,917	0,721	0,019	0,109	
2004	1,045	0,881	0,044	0,133	
2005	1,155	0,964	0,025	0,105	
2006	1,385	1,189	0,029	0,100	
2007	1,589	1,414	0,041	0,092	
2008	0,898	0,736	0,029	0,109	
Amostra total	Média	1,165	0,984	0,031	0,108
	Desvio	0,274	0,272	0,010	0,014

Fonte: elaborada pela autora.

As variáveis dependentes de valor apresentam, em média, valores próximos ao ativo total. Nos anos de 2005 a 2007, observa-se que as empresas criaram valor,

com indicadores acima de 1, com queda de valor no ano de 2008 decorrente da crise ocorrida no segundo semestre deste ano. As variáveis de desempenho, principalmente LAJIRDA, apresentam oscilações mais moderadas em relação à média, com melhor desempenho dado no ano de 2004, como possível recuperação da crise do ano anterior. As variáveis de valor possuem comportamentos mais uniformes entre si nos diferentes anos em relação às variáveis de desempenho. Espera-se com isso resultados mais próximos entre as variáveis de valor do que entre as variáveis de desempenho.

Comparativamente aos estudos de Okimura (2003) e Silveira (2004), os indicadores de valores Q e VF aumentaram significativamente, pois as médias obtidas nestes trabalhos anteriores foram próximas de 0.68 e 0.57, respectivamente, no período de 1998 a 2002. Uma possível justificativa é a adoção de condição de *outliers* diferenciadas entre as pesquisas. Ainda assim, essas diferenças sugerem que no período de análise mais recente as empresas aumentaram de valor. Os valores de LOAT foram um pouco maiores na presente pesquisa e os de LAJIRDA não tiveram mudanças significativas em relação a esses estudos anteriores. Pode-se concluir, desta forma, que o desempenho das empresas não teve alterações significativas entre os diferentes períodos, mas a percepção de valor das empresas pelo mercado aumentou.

4.1.3 Análise das variáveis de controle

A tabela 4 indica os valores médios das variáveis de controle consideradas para cada ano da pesquisa. Para a variável ADR, foi considerado o número e a média de empresas que possuem ADR.

Tabela 4. Resumo dos dados das variáveis de controle

ANO	Valores médios				
	EstCap	LnREC	LIQ	ADR	
2003	22,55%	0,235	12,93%	32 11,19%	
2004	23,70%	0,249	13,11%	34 11,93%	
2005	23,00%	0,265	13,20%	33 11,91%	
2006	26,26%	0,259	13,12%	35 11,94%	
2007	33,70%	0,219	13,12%	33 9,85%	
2008	31,15%	0,216	13,39%	33 9,85%	
Amostra total	Média	26,73%	0,241	13,15%	33,3 11,11%
	Desvio	4,67%	0,021	0,15%	1,0 1,02%

Fonte: elaborada pela autora.

A variável estrutura de capital apresentou aumento significativo nos anos de 2006 e 2007, com pequena queda no ano seguinte, provavelmente decorrente da crise nesse ano. A variável tamanho medida a partir da receita líquida apresentou comportamento diferente, com aumento até o ano de 2005 e queda a partir de 2006, que pode ser explicado pela entrada no mercado, nos últimos anos, de empresas menores ou que fizeram seus *IPOs* ainda em desenvolvimento das suas operações. Já a liquidez em bolsa apresenta comportamento mais uniforme durante o período, assim como a variável ADR, sugerindo que o número de empresas que possuem *ADRs* praticamente não foi alterado durante os seis anos da amostra.

4.2 ANÁLISE DAS CORRELAÇÕES

Para avaliar como as variáveis podem ser utilizadas nas regressões, deve-se verificar se existe alta correlação entre elas. Para essa análise foram utilizadas as correlações de Pearson. A tabela 5 indica as correlações entre as variáveis de estrutura de propriedade, para verificar quais delas podem ser utilizadas simultaneamente nas regressões.

Tabela 5. Coeficientes das correlações entre as variáveis de estrutura de propriedade

	C.ORD1	C.TOT1	C.PREF1	C.ORD2,3	EXC
C.ORD1	1.0000				
C.TOT1	0.7145	1.0000			
C.PREF1	0.2032	0.6901	1.0000		
C.ORD2,3	-0.8066	-0.4745	-0.0289	1.0000	
EXC	0.2574	-0.4270	-0.6058	-0.3440	1.0000

Fonte: elaborada pela autora.

Verifica-se que a correlação é elevada entre C.ORD1 e C.TOT1, C.ORD1 e C.ORD2,3 e ainda entre C.TOT1 e C.PREF1, e por isso todas essas variáveis são alternadas na equação. A variável EXC apresenta baixa correlação com as demais variáveis de estrutura de propriedade, exceto com C.PREF1, em que a correlação é um pouco superior já que neste caso exclui diversas variáveis de EXC=0 referente a empresas no Novo Mercado e demais que não possuem ações preferenciais. Ainda assim a variável excesso de votos é testada com todas as demais variáveis de estrutura de propriedade.

Tabela 6. Correlações entre valor e as variáveis independentes

	Q	VF	C.ORD1	C.TOT1	C.ORD23	EXC	N1	N2	NM	EstCap	InREC	LIQ	ADR
Q	1												
VF	0.848	1											
C.ORD1	0.003	-0.052	1										
C.TOT1	0.014	0.001	0.737	1									
C.ORD23	-0.047	-0.051	-0.687	-0.437	1								
EXC	-0.033	-0.078	0.325	-0.336	-0.286	1							
N1	-0.067	-0.015	0.024	-0.167	-0.007	0.268	1						
N2	0.073	0.108	0.052	-0.042	-0.015	0.122	-0.080	1					
NM	0.126	0.209	-0.296	-0.136	-0.076	-0.259	-0.161	-0.091	1				
EstCap	-0.485	-0.040	-0.064	0.027	-0.014	-0.120	0.059	0.067	0.154	1			
InREC	-0.067	0.078	-0.014	0.008	-0.044	0.020	0.316	0.073	0.019	0.193	1		
LIQ	0.039	0.076	-0.061	-0.133	-0.060	0.117	0.188	0.023	-0.044	0.052	0.397	1	
ADR	-0.017	0.030	-0.070	-0.124	0.069	0.087	0.304	0.069	-0.078	0.082	0.441	0.489	1

Fonte: elaborada pela autora.

A tabela 6 apresenta as correlações entre as variáveis de valor Q e VF e demais variáveis independentes utilizadas nas regressões. As variáveis de valor

possuem correlações altas entre si, porém baixa correlação com as demais variáveis.

Tabela 7. Correlações entre desempenho e as variáveis independentes

	LOAT	LAJIRDA	C.ORD1	C.TOT1	C.ORD23	EXC	N1	N2	NM	EstCap	InREC	LIQ	ADR
LOAT	1												
LAJIRDA	0.848	1											
C.ORD1	0.001	0.021	1										
C.TOT1	0.048	0.056	0.755	1									
C.ORD23	-0.046	-0.027	-0.703	-0.458	1								
EXC	-0.050	-0.020	0.299	-0.338	-0.286	1							
N1	0.109	0.104	0.011	-0.173	-0.002	0.266	1						
N2	0.037	0.019	0.042	-0.059	-0.008	0.141	-0.073	1					
NM	0.062	-0.004	-0.279	-0.140	-0.088	-0.233	-0.146	-0.083	1				
EstCap	0.553	0.301	-0.054	0.035	-0.013	-0.130	0.068	0.065	0.152	1			
InREC	0.334	0.394	0.007	0.020	-0.085	0.032	0.312	0.083	0.059	0.209	1		
LIQ	0.124	0.152	-0.062	-0.136	-0.061	0.125	0.194	0.032	-0.027	0.055	0.389	1	
ADR	0.077	0.149	-0.068	-0.120	0.042	0.088	0.300	0.069	-0.038	0.084	0.433	0.491	1

Fonte: elaborada pela autora.

A tabela 7, por sua vez, apresenta as correlações entre as variáveis de desempenho e demais variáveis independentes. As variáveis LOAT e LAJIRDA também possuem baixa correlação com as demais variáveis. Entre as variáveis explicativas, observa-se baixa correlação entre as variáveis de GC (N1, N2 e NM) em relação tanto às variáveis de valor e desempenho quanto às de estrutura de propriedade e as de controle. Isso sugere que as empresas com boas práticas de gestão segundo os critérios de listagem dos NDGC possuem estruturas de propriedade diversas. Silveira (2004) e Silveira *et al.* (2007) não encontraram evidências de que existe relação entre estrutura de propriedade e o índice de governança corporativa adotado na pesquisa, contribuindo com essa suposição.

As variáveis de controle apresentam também baixa correlação com as demais variáveis, e com correlações inferiores a 0,5 entre si, sendo a estrutura de capital

aquela com menor correlação com as demais. Desta forma, as variáveis de GC e as variáveis de controle não foram alternadas nas regressões.

Nessas tabelas foi omitida a variável C.PREF1 de forma a poder observar as relações da variável NM em relação às demais variáveis, já que a correlação é nula entre C.PREF1 e NM, pois envolve empresas que não possuem ações preferenciais. As variáveis pesquisadas possuem baixa correlação com C.PREF1, exceto as de estrutura de propriedade já comentadas. Além das análises das correlações, a multicolinearidade foi testada para todas as regressões através do teste FIV (Fator de Inflação de Variância), e os resultados médios foram de aproximadamente 1.5, não havendo multicolinearidade que comprometa as estimações.

4.3 RELAÇÕES ENTRE VALOR, DESEMPENHO, ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Os resultados de todas as regressões para os três métodos (POOLED, efeitos aleatórios e efeitos fixos) são apresentados nos quadros 7 e 8. Cada quadro apresenta os resultados para um tipo de variável dependente, sendo que cada coluna dessas tabelas representa os resultados de uma regressão, para as equações 6 e 7, esta última considerando a variável quadrática de estrutura de propriedade (EP). Foram apresentados somente os resultados do método considerado como mais adequado para cada regressão.

Os resultados dos testes de Breusch-Pagan descartaram a hipótese nula em todos os casos, sugerindo o método dos efeitos aleatórios em relação ao método POOLED. Nos testes de Hausman, a hipótese nula foi rejeitada principalmente para as variáveis de valor, com preferência pelo método dos efeitos fixos, mas não rejeitando a hipótese nula para as variáveis de desempenho, com predominância

dos efeitos aleatórios. Os resultados desses testes são apresentados no quadro 10 no Apêndice 7.1.

4.3.1 Resultados para as variáveis dependentes de valor

Os resultados de todas as regressões com as variáveis dependentes Q de Tobin e Valor da Firma são apresentadas no quadro 7. O método dos efeitos fixos foi considerado o mais adequado após os testes de Breusch-Pagan e Hausman em quase todas as regressões. Somente para a variável de concentração das ações preferenciais é que o método dos efeitos aleatórios se apresentou mais adequado.

Os resultados para Q e VF foram bem similares. Os resultados envolvendo as concentrações de controle (C.ORD1) e concentrações totais (C.TOT1) são significativos apenas nas relações com a variável quadrática. Esses resultados sugerem que existe uma faixa de concentração com predominância do efeito alinhamento, mas em concentrações mais elevadas o entrincheiramento é predominante, conforme H_a' . Nas relações lineares os resultados foram de predominância do efeito alinhamento, contrário a H_a , porém não significativos.

Já a concentração das ações preferenciais (C.PREF1) apresentou relação linear positiva e significativa, com resultados de acordo com a hipótese H_c . A variável C.ORD2,3 obteve resultado negativo contrário a H_d' , porém não significativos, não sendo possível afirmar muito sobre essa relação com valor.

Para a variável excesso de votos, os resultados também corroboram a hipótese, com resultados significativos e negativos em relação a Q e VF tanto nas relações lineares quanto nas relações quadráticas, principalmente quando a variável alternada EP é C.ORD1. Os resultados são inconclusivos quando EP=C.PREF1, já

que neste caso foram eliminadas as empresas principalmente do Novo Mercado por não possuírem ações preferenciais.

Quadro 7. Resultados das regressões para as variáveis dependentes de valor

VARIÁVEIS DE VALOR									
Equação 6		Q				VF			
EP	C.ORD1	+				+			
	C.TOT1		+				+		
	C.PREF1			+	***			+	**
	C.ORD2,3				-				+
	EXC	_*	-	-	-	_**	_**	-	_*
GC	N1	+	+	+	+	+	+	+	+
	N2	+	+	+	+	+	+	+	+
	NM	+*	+	**		+*	+	+	+
VC	ESTCAP	_***	_***	_***	_***	-	-	_**	-
	InREC	_***	_***	_***	_***	_***	_***	_**	_***
	LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+
	ADR	-	-	-	-	_*	_*	-	_*
Equação 7		Q				VF			
EP	C.ORD1	+	***			+	***		
	C.ORD1^2	_***				_***			
	C.TOT1			+	**			+	***
	C.TOT1^2			_**				_***	
	C.PREF1				+			+	
	C.PREF1^2				-			-	
	C.ORD2,3					+			+
	C.ORD2,3^2					-			-
	EXC	_***	-	-	-	_***	-	-	_**
GC	N1	+	+	+	+	+	+	+	+
	N2	+	+	+	+	+	+	+	+
	NM	+*	+	**		+*	+	+	+
VC	ESTCAP	_***	_***	_***	_***	-	-	_**	-
	InREC	_***	_***	_***	_***	_***	_***	_**	_***
	LIQ	+	+	+	+	+	+	+	+
	ADR	-	-	-	-	_*	_*	-	_*

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: * 10%, ** 5% e *** 1%.

Os espaços vazios são aqueles não aplicáveis à regressão para EP alternado na equação.

Fonte: elaborada pela autora.

Os resultados para a qualidade da governança corporativa foram significativos e positivos em relação às variáveis de valor apenas para o NM. Isso sugere que a adesão ao nível de governança de maior rigor pode agregar valor à empresa.

As variáveis de controle de estrutura de capital e tamanho da empresa apresentaram resultados significativos e negativos, sugerindo que empresas mais alavancadas e empresas menores possuem relação positiva com o valor, principalmente com o Q de Tobin. O resultado com o tamanho (dado pela receita líquida) pode ter sido influenciado pelos *IPOs* ocorridos no período, que em geral tiveram boa avaliação e compreenderam empresas de menor porte ou empresas que ainda estavam estruturando suas operações.

Já a liquidez é positivamente relacionada com valor, sugerindo que as empresas com ações mais negociadas são aquelas de maior valor, porém os resultados não foram significativos para o método mais adequado, os dos efeitos fixos. Os resultados para *ADR* sugerem uma relação negativa com o valor das empresas, sendo significativos apenas com VF.

4.3.2 Resultados para as variáveis dependentes de desempenho

Diferentemente das variáveis de valor, os resultados com as variáveis de desempenho LOAT e LAJIRDA foram menos significativos para a maioria das variáveis explicativas da análise, exceto as variáveis de controle. Os resultados para a variável de desempenho LAJIRDA foram mais significativos que para LOAT, sendo possível observar algumas relações. Em quase todos os casos o método dos efeitos aleatórios é o mais adequado, segundo os testes Breusch-Pagan e Hausman.

Quadro 8. Resultados das regressões para as variáveis dependentes de desempenho

VARIÁVEIS DE DESEMPENHO									
Equação 6		LOAT				LAJIRDA			
EP	C.ORD1	+				+**			
	C.TOT1		+				+*		
	C.PREF1			+				+	
	C.ORD2,3				-				-
	EXC	+	+	+*	+	+	+*	+**	+
GC	N1	+	+	+	+	-	-	-	-
	N2	-	-	-	-	-	-	+	-
	NM	-	-		-	-	-		-**
VC	ESTCAP	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
	lnREC	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
	LIQ	+	+	+	+	-	-	-	-
	ADR	-**	-**	-**	-**	-	-	-	-
Equação 7		LOAT				LAJIRDA			
EP	C.ORD1	-				+			
	C.ORD1^2	+*				+			
	C.TOT1		-				+		
	C.TOT1^2		+				+		
	C.PREF1			+				+	
	C.PREF1^2			+				+	
	C.ORD2,3				-				-
	C.ORD2,3^2				-				+
	EXC	+	+	+	+	+	+*	+	+
GC	N1	+	+	+	+	-	-	-	-
	N2	-	-	-	-	-	-	+	-
	NM	-	-		-	-	-		-**
VC	ESTCAP	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
	lnREC	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***	+***
	LIQ	+	+	+	+	-	-	-	-
	ADR	-**	-**	-**	-**	-	-	-	-

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: * 10%, ** 5% e *** 1%.

Os espaços vazios são aqueles não aplicáveis à regressão para EP alternado na equação.

Fonte: elaborada pela autora.

As relações entre as concentrações de controle e totais são positivas, assim como Q e VF, mas são significativas apenas para a variável LAJIRDA. No caso das relações com a variável quadrática, os resultados não são significativos, não sendo

possível concluir a respeito. Para a concentração do segundo e terceiros maiores acionistas (C.ORD2,3) os sinais também coincidem com Q e VF, sendo novamente não-significativos. Os resultados com excesso de votos são opostos a Q e VF, sugerindo uma relação positiva (oposto à *He*). Resultados semelhantes foram também encontrados por Okimura (2003).

No caso da governança corporativa, as relações são inversas a Q e VF, ou seja, as relações são negativas entre desempenho e GC. Entretanto, esses resultados mais uma vez não são significativos. As relações entre LAJIRDA e a qualidade da governança corporativa indicam alguns resultados significativos e negativos para o nível NM.

Uma explicação possível para essa relação negativa entre os NDGC e o desempenho pode estar no fato de que empresas tipicamente novas no mercado acionário, com *IPOs* ocorridos principalmente a partir de 2005, realizaram gastos significativos nesses processos. Esses gastos foram contabilizados como despesas, refletindo nos resultados no início de sua negociação na bolsa de valores, seguido da crise de 2008, que possivelmente afetou o desempenho dessas empresas.

Assim como os resultados de qualidade da GC, observa-se também que os resultados em relação ao tamanho da empresa sugerem relação inversa àquela com as variáveis dependentes de valor, ou seja, empresas maiores possuem melhor desempenho. Considerando que a maioria das empresas que fizeram *IPOs* recentemente tem menor porte em relação àquelas anteriormente existentes no mercado, e muitas ainda estão estruturando suas atividades e não possuem receita, esse impacto do custo dos *IPOs* também pode ter influenciado essa relação entre tamanho (receita líquida) da empresa e o seu desempenho.

As variáveis de controle tiveram resultados positivos para estrutura de capital e tamanho, opostos aos resultados com as variáveis de valor, sugerindo que empresas maiores e menos alavancadas tem relação positiva com desempenho. Os resultados de liquidez não são significativos, não sendo possível concluir a respeito. Para ADR a relação é negativa e significativa com LOAT, conforme alguns resultados com as variáveis de valor, sem resultados significativos para LAJIRDA.

4.4 COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS COM AS HIPÓTESES DO TRABALHO

A partir da análise dos resultados para cada variável dependente no período de análise, é possível compará-los com aqueles esperados descritos nas hipóteses do trabalho no item 2.6. O quadro a seguir apresenta de forma resumida esses resultados, considerando os resultados das regressões segundo os métodos mais adequados após os testes de Breusch-Pagan e Hausman.

Quadro 9. Comparação entre os resultados obtidos e as hipóteses do trabalho

			Hipóteses		Resultados Obtidos							
			Valor e Desemp.		Q		VF		LOAT		LAJIRDA	
			Eq.6	Eq.7	Eq.6	Eq.7	Eq.6	Eq.7	Eq.6	Eq.7	Eq.6	Eq.7
EP	C.ORD1	Ha	-	+	+	+***	+	+***	+	-	+**	+
	C.ORD1^2	Ha`		-		-***		-***		+*		+
	C.TOT1	Hb	-	+	+	+**	+	+***	+	-	+*	+
	C.TOT1^2	Hb`		-		-**		-***		+		+
	C.PREF1	Hc	+	-	+***	+	+**	+	+**	+	+***	+
	C.PREF1^2	Hc`		+		-		-		+		+
	C.ORD2,3	Hd	+	+	-	+	+	+	+	-	-	-
	C.ORD2,3^2	Hd`		-		-		-		-		+
	EXC	He		-	-*	-*	-*	-**	+	+	+*	+*
CC	N1	Hf		+	+	+	+	+	+	+	-	-
	N2			+	+	+	+	+	-	-	-	-
	NM			+	+*	+*	+	+**	-	-	-**	-**

Os asteriscos indicam o nível de significância dos coeficientes: *para 10%, **para 5% e ***para 1%. Os espaços vazios são aqueles não aplicáveis à regressão para o EP alternado na equação.

Fonte: elaborada pela autora.

Nas relações entre as variáveis dependentes e as variáveis de concentração, observa-se que houve resultados significativos conforme H_a' e H_b' para as relações dadas pela equação 7 entre valor e concentração de controle e total (C.ORD1 e C.TOT1), e conforme H_c na relação dada pela equação 6 entre as variáveis de valor e desempenho e a concentração das ações preferenciais (C.PREF1).

Entretanto, os resultados foram opostos a H_a e H_b , principalmente com desempenho. Uma possível explicação pode ser o impacto das mudanças legais e os incentivos às boas práticas de GC, com maior rigor e pressão quanto à emissão de ações sem direito de voto, entre outras medidas com foco na proteção de acionistas minoritários, resultando em um cenário de menor risco aos investidores. A redução da concentração acionária pode ser um indício dessa redução de risco.

Em relação à concentração de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas, os resultados não foram significativos e, na maioria dos casos, opostos a H_d e H_d' . Para a variável excesso de votos, os resultados corroboram H_e nas relações com as variáveis de valor, sendo contrária com as de desempenho.

As relações entre valor e qualidade da governança coincidem com a hipótese H_f , porém os resultados são significativos apenas para a variável Novo Mercado (NM). No caso da relação com as variáveis de desempenho, as relações são contrárias e significativas também para NM, contrariando a hipótese H_f .

4.5 COMPARAÇÃO DOS RESULTADOS COM ESTUDOS ANTERIORES

Estudos anteriores realizados no Brasil com períodos de análise anteriores ao da presente pesquisa, como os trabalhos de Okimura (2003), Silveira (2004), Dami *et al.* (2006) e Silveira *et al.* (2007), encontraram alguns resultados similares.

Os dados obtidos para as concentrações foram razoavelmente menores do que aqueles de estudos anteriores, em períodos principalmente de 1998 a 2002, conforme discutido no item 4.1.1. Quanto às variáveis dependentes, comparativamente aos estudos principalmente de Okimura (2003) e Silveira (2004), os indicadores de valores Q e VF aumentaram significativamente. Já os valores de LOAT e LAJIRDA não obtiveram mudanças significativas em relação a esses estudos, o que sugere um aumento da percepção de valor das empresas pelo mercado, porém sem correspondente alteração no desempenho das empresas.

Para os resultados das relações entre estrutura de propriedade, valor e desempenho, os resultados de estudos como o de Okimura (2003), Silveira (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2007) encontraram resultados significativos entre a concentração do controle e valor da empresa, com relação quadrática positiva a concentrações moderadas e negativa em elevadas concentrações, coincidentes com os resultados da presente pesquisa. Dami *et al.* (2006) não encontraram resultados significativos para esta relação com a variável Q de Tobin.

No caso das relações lineares, entretanto, esses estudos anteriores indicaram uma relação negativa, enquanto o presente estudo sugere uma relação positiva, apesar de significativa apenas para LAJIRDA. Isso sugere que o cenário atual pode ser de um menor risco de expropriação dos acionistas em relação ao período de estudos anteriores, após as medidas legais e de incentivo à boa governança tomadas a partir de 2001, que foi a principal motivação do trabalho. A redução da concentração acionária e aumento da participação de investidores estrangeiros e minoritários também reforça essa possibilidade de redução dos riscos de expropriação dos acionistas minoritários.

No caso da concentração total (C.TOT1), os resultados de pesquisas anteriores foram pouco significativos, com relação negativa e linear, enquanto no presente estudo essas relações são similares à concentração do controle. Thomsen e Pedersen (2000) encontram relação positiva até determinada faixa, a partir da qual os resultados não são mais significativos. Claessens *et al.* (2002) encontram relação positiva entre concentração total e valor em estudo com 8 países do leste asiático, mas negativa quando o direito do controle excede o de fluxo de caixa. Os resultados da presente pesquisa são similares a estes estudos em outros países.

Os resultados para excesso de votos estão de acordo com aqueles obtidos nesses trabalhos similares realizados no Brasil, sendo negativo com o valor e positivo com o desempenho. Os trabalhos de Claessens *et al.* (2002) e Lins (2003) também encontraram relação negativa entre excesso de votos e valor da empresa, apesar de terem sido calculados de maneira diferente, já que o Brasil tem a particularidade de ações sem direito a voto.

Os resultados para a qualidade da governança corporativa podem ser comparados ao trabalho de Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) e Silveira *et al.* (2007), que também utilizaram a GC como variável independente juntamente com a estrutura de propriedade. Nesses trabalhos, a governança corporativa foi medida por um índice criado pelos autores, que envolviam 24 questões relacionadas às práticas de boa governança corporativa. Os resultados indicavam relações significativas e consistentes entre esse índice e o Q de Tobin, sugerindo que melhores práticas de governança podem ser bem vistas pelo mercado e que isso tende a refletir no valor da empresa. Esses resultados também coincidem com os resultados dessa pesquisa para a relação entre GC e valor, principalmente entre NM e valor, em que os resultados foram significativos no método mais adequado (efeitos fixos).

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve o objetivo de verificar a existência de relação significativa entre a estrutura de propriedade e governança corporativa e o valor e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na bolsa de valores do Brasil, num período mais recente. Estudos anteriores já haviam testado relações similares, mas em sua maioria incluem períodos até o início desta década, com anos que antecederam uma série de mudanças com reflexos no sistema de governança corporativa das empresas.

Nas análises testadas na pesquisa, a variável dependente foi dividida em variáveis de valor e desempenho. A primeira teve o objetivo de captar a perspectiva do mercado de resultado futuro, por meio das variáveis Q de Tobin e valor da firma, enquanto a segunda baseou-se em indicadores contábeis de resultados já realizados, dados por LOAT e LAJIRDA.

A análise de estrutura de propriedade baseou-se em dados de concentração acionária. Foram analisadas as concentrações dos dois tipos de ações do maior acionista (C.ORD1 e C.PREF1), como também a concentração total de ações (C.TOT1) e o excesso de votos (EXC), ou excesso de ações ordinárias em relação ao total de ações. Foram consideradas ainda a concentração do segundo e terceiro maiores acionistas (C.ORD2,3) para avaliar a influência dessas concentrações separadamente a do maior acionista. Para a variável de governança corporativa, foram considerados os três segmentos de governança da BOVESPA, utilizando variáveis *dummies* para cada um desses níveis e analisando as suas relações separadamente. Os métodos utilizados para testar essas relações foram o dos

mínimos quadrados ordinários com abordagem POOLED, dos efeitos fixos e dos efeitos aleatórios. Os testes de verificação dos métodos utilizados apontaram como mais adequados os métodos dos efeitos fixos para as variáveis dependentes de valor e o dos efeitos aleatórios para as variáveis de desempenho.

Comparando os dados da presente pesquisa com estudos anteriores, principalmente os que testaram relações similares para o período de 1998 a 2002 como Okimura (2003), Silveira (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2007), pode-se concluir que o desempenho das empresas não teve grandes alterações entre os diferentes períodos, mas a percepção de valor pelo mercado aumentou. Em paralelo, as concentrações de controle e propriedade reduziram principalmente o excesso de votos. A estrutura de governança não pode ser comparada, pois foram avaliadas de forma diferente ou não foram consideradas, mas houve melhorias decorrentes das mudanças institucionais a partir de 2000.

Uma possível causa da redução da concentração acionária, segundo abordagens defendidas, por exemplo, por Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1998), pode estar relacionada à mudança no contexto institucional brasileiro no período analisado após diversas medidas em prol das boas práticas de governança, aumentando a confiança tanto dos acionistas, mais dispostos a vender suas participações, quanto dos investidores externos, mais dispostos a comprá-las. Esse ciclo pode também ter refletido no valor das ações, com valores médios bem superiores ao de estudos anteriores.

Vários resultados encontrados nas relações entre concentração e valor foram significativos. As concentrações do controle e total possuem relação quadrática com valor, sendo positiva até certa faixa e negativa em concentrações mais elevadas, similares a estudos anteriores realizados no Brasil. Esses resultados estão de

acordo com a hipótese defendida neste trabalho, sugerindo que existe um efeito alinhamento predominante sobre o entrincheiramento até certa faixa, a partir do qual há predominância do entrincheiramento. A concentração de ações preferenciais obteve relações lineares positivas e significativas com valor, e a concentração de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas não apresentaram relações significativas.

Em relação às variáveis de desempenho, a concentração obteve relações positivas lineares com as variáveis de concentração de ações ordinárias, totais e preferenciais, principalmente para LAJIRDA, sendo nos dois primeiros casos contrários às hipóteses. Esses resultados não foram significativos em outros estudos elaborados no Brasil. Não houve resultados significativos para a concentração de ações ordinárias do segundo e terceiro maiores acionistas. Quanto ao excesso de votos, os resultados indicam uma relação positiva com o desempenho, diferentemente dos resultados com a variável de valor. A pesquisa de Okimura (2003) também encontrou essa relação entre excesso de votos e a variável de desempenho LOAT.

Os resultados para a qualidade da governança corporativa com o valor das empresas são positivos, porém no método dos efeitos fixos os resultados foram significativos apenas para o Novo Mercado. Estudos de Silveira (2004) e Silveira *et al.* (2007), que também consideraram a qualidade da governança das empresas além da estrutura de propriedade, encontraram relações positivas entre valor e o índice de governança utilizados em suas pesquisas. Apesar de pouco significativos para os efeitos fixos, os resultados sugerem que a adesão aos níveis de governança da Bovespa, ou a adoção de boas práticas de governança, têm influenciado o valor de mercado das empresas.

Entretanto, essas conclusões não podem ser estendidas para as variáveis de desempenho. Os resultados entre os segmentos de governança com o desempenho das empresas não foram significativos para os níveis 1 e 2, e foram pouco significativos e negativos para o Novo Mercado e a variável LAJIRDA. Como a maioria das empresas listadas neste último segmento abriu capital a partir de 2005, com destaque aos anos de 2006 e 2007, uma possível explicação para essa relação negativa está no reflexo dos custos das operações de *IPOs* nos resultados dessas empresas nestes anos, seguida da crise mundial do segundo semestre do ano de 2008, impactando negativamente no desempenho. Outra possível explicação é uma ineficiência de mercado ao agregar valor a empresas recém-chegadas à bolsa de valores, cujas informações ainda eram pouco conhecidas.

Diversos estudos, inclusive no Brasil, consideraram ainda uma variável para a identidade do acionista controlador e sua relação com o valor e desempenho das empresas. No Brasil, Okimura (2003), Campos (2006) e Dami *et al.* (2006) consideraram essa variável, com destaque à identidade familiar. Coutinho, Amaral e Bertucci (2006) testam o retorno das ações em relação a um portfólio de grandes empresas brasileiras agrupadas pelo tipo de controlador de 1994 a 2002 e encontram menor variação no portfólio com empresas familiares. Essa análise é defendida por Thomsen e Pedersen (2000), entre outros estudos, mas por razões de dificuldade de identificação do principal controlador pela base de dados utilizada e para evitar a subjetividade, optou-se por não considerar essa variável nessa pesquisa.

Também não foi considerada no presente estudo a possibilidade das variáveis de valor e desempenho serem determinantes na estrutura de propriedade das empresas. Demsetz e Lehn (1985) e Demsetz e Villalonga (2001) destacam essa

possibilidade de endogeneidade. Entretanto, em testes já realizados no Brasil por Okimura (2003) e Silveira (2004), cujas variáveis são similares às variáveis da presente pesquisa, foi encontrada fraca endogeneidade destas relações. Também não foi considerada a possibilidade de endogeneidade entre os NDGC e as variáveis de valor e desempenho. Assume-se neste trabalho, portanto, que a estrutura de propriedade e governança corporativa é que podem influenciar o valor e desempenho das empresas. Também não foram considerados no trabalho os mecanismos de controle indiretos como os esquemas piramidais e a propriedade cruzada, pela dificuldade de se identificar esses mecanismos na base de dados utilizada. As concentrações consideradas nesta pesquisa são as chamadas concentrações diretas dos maiores acionistas para cada empresa. Apesar disso, esses mecanismos de controle são bem menos freqüentes que a utilização de ações com direito diferenciado de voto, sendo este último o mecanismo de controle de maior impacto.

A presente pesquisa buscou acrescentar alguns resultados mais atuais na discussão de estrutura de propriedade e governança corporativa e as suas relações com o valor e desempenho corporativo. Novos estudos utilizando outras variáveis de análise, principalmente para a variável de desempenho, e acrescentando as concentrações indiretas e outros mecanismos de governança, tais como Conselhos de Administração, podem contribuir para essa discussão. Em um contexto em que diversos estudos têm demonstrado que as boas práticas de governança podem ter maior benefício do que custo, os resultados desses estudos possuem relevância estratégica para as empresas atuantes no mercado de capitais brasileiro.

6 REFERÊNCIAS

- ALCHIAN, A. A., DEMSETZ, H. **Production, Information Costs and Economic Organization.** The American Economic Review, vol. 62, n. 5, p. 777-795, Dec. 1972.
- ANG, J. S., COLE, R. A., LIN, J.W. **Agency cost and ownership structure.** The Journal of Finance. V. 55, n.1, p.81-106, Feb.2000.
- ALDRIGHI, D. M., MAZZER NETO, R. **A estrutura de propriedade e controle das empresas de capital aberto no Brasil.** Revista de Economia Política. São Paulo, v. 25, n.2, p. 115-137, Abr/Jun. 2005.
- ALMEIDA, J. C. G., SCALZER, R. S. e COSTA, F. M. **Níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e grau de conservadorismo: estudo empírico em companhias abertas listadas na Bovespa.** In: 6º Congresso USP Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2006.
- ANDRADE, A., ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 4ª edição.** São Paulo: Atlas, 2009. 584p.
- BEBCHUK, L. **A rent protection theory of corporate ownership and control.** NBER Working paper n. 7203, Harvard Law School, Cambridge, MA, July, 1999.
- BERLE, A., MEANS, G. **The modern corporation and private property.** New York: Macmillan, 1932.
- BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo. **Níveis de governança corporativa.** Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 30/05/2009.
- BRASIL. **Lei 10.303/2001.** Altera e acrescenta dispositivos da lei n. 6.404/1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 18/05/2009.
- CAMPOS, T. I. C. **Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para empresas de capital aberto no Brasil.** Revista de Administração, São Paulo, RAUSP, v.41, n. 4, p. 369-380, Out./Nov./Dez. 2006.
- CHEN, H. HEXTER, J. L., HU, M. Y. **Management ownership and corporate value.** Managerial and Decision Economics. V. 14, n.4, p.335-346, Jul/Ago. 1993.
- CLAESSENS, S. **Corporate governance and equity prices: evidence from Czech and Slovak Republics.** The Journal of Finance, v. 52, p.1641-1658, Sep. 1997.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J.P.H., LANG, L. **Disentangling the incentive and entrenchment of large shareholdings.** The Journal of Finance, v.LVII, n.6, p.2741-2771, Dec.2002.

COUTINHO, E. S., AMARAL, H. F., BERTUCCI, L. A. **O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras.** Revista de Administração, São Paulo, RAUSP, v.41, n. 2, p. 197-207, Abr/Mai./Jun. 2006.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Proteção e educação ao investidor – Cartilha.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 18/05/2009.

DAMI, A. B. T., ROGERS, P., MENDES-DA-SILVA, W., RIBEIRO, K. C. S. **Estrutura de Propriedade no Brasil: Evidências Empíricas no Grau de Concentração Acionária.** In: VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. Anais do VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade. São Paulo: FIECAFI, 2006.

DEMSETZ, H., LEHN, K. **The structure of corporate ownership: causes and consequences.** Journal of Political Economy, v.93, .6, p.1155-1177, Dec. 1985.

DEMSETZ, H., VILLALONGA, B. **Ownership structure and corporate performance.** Journal of Corporate Finance, v.7, n.3, p.209-233, Sep. 2001.

FAMA, E., JENSEN, M. **Separation of ownership and control.** Journal of Law and Economics, v.26, p.301-325, Jun. 1983.

FILATOTCHEV, I., KAPELYUSHNIKOV, R., DYOMINA, N., AUKUTSIONEK, S. **The Effects of Ownership Concentration on Investment and Performance in Privatized Firms in Russia.** Managerial and Decision Economics, Vol. 22, No. 6, p. 299-313, Set. 2001.

GEDAJLOVIC, E. R., SHAPIRO, D. M. **Management and ownership effects: evidence from five countries.** Strategic Management Journal, v.19, n.6, p.533-553, Jun.1998.

GIBSON, M. S. **Is corporate governance ineffective in emerging markets?** The Journal of Financial and Quantitative Analysis, v. 38, n. 1, p. 231 -250, Mar. 2003.

GRIFFITH, J. **CEO ownership and firm value.** Managerial and Decision Economics, v. 20, n. 1, p. 1-8, Feb. 1999.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa.** Edição revisada, 2004. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 13/03/2009.

_____ – **Pesquisa sobre governança corporativa.** Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 13/03/2009.

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

KLEIN, B. **Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control.** Journal of Law and Economics, v.26, p.367-373, Jun. 1983.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. **Law and Finance**. Journal of Political Economy, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, Dec, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; **Corporate ownership around the world**. Journal of Finance, v.54, p.471-517, 1999.

LEAL, R. P., CARVALHAL DA SILVA, A.; **Corporate governance and value in Brazil (and in Chile)**. InterAmerican Development Bank Research Network Working paper R-514, 2005. Disponível em http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514.

LEE, S-M, RYU, K. **Management ownership and firm's value: an empirical analysis using panel data**. Discussion paper n. 593. ISER, Osaka University and Department of Economics Seoul National University. Aug. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=444420>>. Acesso em: 23/05/2009.

LINS, K. V. **Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets**. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 38, No. 1, p. 159 -184, Mar. 2003.

MACEDO, M. A. S., SIQUEIRA, B. S. **Estudo da governança corporativa no Brasil através de uma análise comparativa do IGC e do IBOVSPA no período de 2002 a 2005**. In: VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. Anais do VI Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2006.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações. 2ª edição**. São Paulo: Atlas, 2000. 116p.

MORCK, R., SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. **Management ownership and market valuation: an empirical analyses**. Journal of Financial Economics. V.20, p.293-315, 1988.

NARDI, P. C. C., NAKAO, S. H. **Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional da empresa**. In: VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. Anais do VI

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo. Dissertação (mestrado) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T., SILVEIRA, A. M., ROCHA, K. C. **Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil**. RAC-Eletrônica, v.1, n.1, art.8, p.119-135, 2007. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em: 10/02/2009.

PEDREIRA, E. B., SANTOS, J. O. **Análise da relação entre o índice de governança corporativa, preço das ações e desempenho dos três principais bancos privados brasileiros**. In: VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. Anais do VI Congresso USP – Controladoria e Contabilidade. São Paulo: FIECAFI, 2006.

RAJAN, R. G., ZINGALES, L. **Power in a theory of the firm**. Discussion paper n. 593. ISER, Osaka University and Department of Economics Seoul National University. Aug. 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2091>>. Acesso em: 29/08/2009.

SARLO NETO, A. **Relação entre a estrutura de propriedade e a informatividade dos lucros contábeis no mercado brasileiro**. São Paulo. Tese (doutorado) - Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2009.

SHLEIFER, A., VISHNY, R. W. **A survey of corporate governance**. Journal of Finance, v.52, 1997.

SILVA JUNIOR, A. **Trajetória de crescimento, governança corporativa e gestão universitária: estudo de caso em três instituições de ensino superior do tipo familiar**. Belo Horizonte. Tese (doutorado) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, 2006.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo. Dissertação (mestrado) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo. Tese (doutorado) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M., LEAL, R. P. C., CARVALHAL DA SILVA, A. L., BARROS, L. A. B. C. **Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil**. Working Paper Series, n. 995764, Jun. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=995764>>. Acesso em: 23/05/2009.

SIQUEIRA, T. V. **Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto**. Revista do BNDES. Rio de Janeiro, v. 5, n.10, p.37-62, Dez. 1998.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T. **Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies**. Strategic Management Journal, Vol. 21, n. 6, pp. 689-705, Jun. 2000.

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

ZINGALES, L. **Corporate governance**. NBER Working Paper Series, n. 6309, Dec. 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w6309>>. Acesso em: 29/08/2009.

7 APÊNDICE

7.1 RESULTADOS DOS TESTES BREUSCH-PAGAN E HAUSMAN

Quadro 10. Resultados dos testes Breusch-Pagan e Hausman para verificação dos métodos mais adequados a cada regressão.

		TESTE BREUSCH-PAGAN				TESTE DE HAUSMAN				
		Resultados		Método		Resultados		Método		
		Estat. χ^2	P-valor	H ₀	H ₁	Estat. χ^2	P-valor	H ₀	H ₁	
				POOLED	EA			EA	EF	
Q	Eq. 6	a	678.52	0.0000		x	29.69	0.0005		x
		b	678.84	0.0000		x	31.06	0.0003		x
		c	427.14	0.0000		x	11.01	0.2013	x	
		d	673.85	0.0000		x	31.17	0.0003		x
	Eq. 7	a	675.88	0.0000		x	35.19	0.0001		x
		b	677.58	0.0000		x	32.58	0.0002		x
		c	427.23	0.0000		x	11.11	0.1958	x	
		d	672.94	0.0000		x	31.11	0.0003		x
VF	Eq. 6	a	603.20	0.0000		x	29.69	0.0005		x
		b	602.43	0.0000		x	29,78	0.0005		x
		c	424.66	0.0000		x	13.42	0.0982	x	
		d	601.85	0.0000		x	30.40	0.0004		x
	Eq. 7	a	592.21	0.0000		x	33.05	0.0001		x
		b	602.42	0.0000		x	29.78	0.0005		x
		c	423.69	0.0000		x	15.79	0.0455	x	
		d	601.97	0.0000		x	28.18	0.0009		x
LOAT	Eq. 6	a	601.76	0.0000		x	12.12	0.2066	x	
		b	602.92	0.0000		x	11.96	0.2156	x	
		c	432.98	0.0000		x	8.09	0.4246	x	
		d	603.95	0.0000		x	12.40	0.1915	x	
	Eq. 7	a	605.63	0.0000		x	11.11	0.2682	x	
		b	604.86	0.0000		x	12.17	0.2037	x	
		c	431.91	0.0000		x	8.13	0.4208	x	
		d	601.98	0.0000		x	15.05	0.0896	x	
LAJIRDA	Eq. 6	a	875.27	0.0000		x	14.62	0.0669	x	
		b	875.91	0.0000		x	10.73	0.2945	x	
		c	582.48	0.0000		x	9.61	0.2938	x	
		d	880.01	0.0000		x	10.53	0.3091	x	
	Eq. 7	a	875.42	0.0000		x	11.32	0.2541	x	
		b	875.24	0.0000		x	11.86	0.2214	x	
		c	582.51	0.0000		x	10.98	0.2030	x	
		d	877.03	0.0000		x	10.59	0.3046	x	

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3.

7.2 RESULTADOS PARA Q DE TOBIN

Quadro 11. Variável dependente Q para o método POOLED

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR
C.ORD1	0.00258***	0.00073						
C.TOT1			0.00356***	0.00095				
C.PREF1					0.00677***	0.00106		
C.ORD2,3							-0.00273***	0.00102
EXC	-0.17336***	0.02840	-0.09602***	0.02488	0.03843	0.02740	-0.16473***	0.02900
N1	0.05455	0.05571	0.06476	0.05561	0.03900	0.05703	0.04699	0.05655
N2	0.43578***	0.12545	0.44057***	0.12482	0.45439***	0.12231	0.43527***	0.12652
NM	0.57150***	0.09224	0.57971***	0.09186			0.50771***	0.09404
EstCap	-0.84628***	0.03825	-0.84720***	0.03795	-0.89362***	0.03589	-0.84606***	0.03844
lnREC	-0.02273	0.01422	-0.02486*	0.01418	-0.03720**	0.01466	-0.02378*	0.01424
LIQ	0.07359***	0.01693	0.07404***	0.01701	0.04245***	0.01497	0.06578***	0.01739
ADR	0.07788	0.07879	0.08659	0.07922	0.31641***	0.08459	0.07582	0.07971
da1	(dropped)		(dropped)		-0.02913	0.04669	(dropped)	
da2	0.15306***	0.04923	0.15318***	0.04920	0.08280**	0.05172	0.15399***	0.04945
da3	0.22955***	0.05780	0.23172***	0.05766	0.14238**	0.05980	0.23090***	0.05812
da4	0.40002***	0.06353	0.40238***	0.06343	0.29633***	0.06700	0.39878***	0.06367
da5	0.60573***	0.06970	0.60738***	0.06972	0.57514***	0.08276	0.60348***	0.06968
da6	-0.13751**	0.05419	-0.13519**	0.05411	(dropped)		-0.13558**	0.05433
cons	1.15822	0.20528	1.13117	0.20643	1.31217	0.21784	1.41323	0.20054
R-sq		0.4165		0.4176		0.5218		0.4146
eqm		0.74358		0.74288		0.64123		0.74482
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR
C.ORD1	0.00920***	0.00281						
C.ORD1^2	-0.00006**	0.00002						
C.TOT1			0.00444	0.00308				
C.TOT1^2			-0.00001	0.00003				
C.PREF1					0.00628**	0.00260		
C.PREF1^2					0.00001	0.00003		
C.ORD2,3							-0.00291	0.00239
C.ORD2,3^2							0.00000	0.00003
EXC	-0.19804***	0.03065	-0.09553***	0.02494	0.03524	0.02973	-0.16400***	0.02890
N1	0.07605	0.05570	0.06447	0.05559	0.03938	0.05722	0.04673	0.05669
N2	0.44918***	0.12402	0.44122***	0.12503	0.45381***	0.12293	0.43509***	0.12624
NM	0.55954***	0.09333	0.57967***	0.09189			0.50827***	0.09421
EstCap	-0.84680***	0.03785	-0.84684***	0.03784	-0.89308***	0.03621	-0.84619***	0.03841
lnREC	-0.02515*	0.01420	-0.02467*	0.01424	-0.03727**	0.01467	-0.02363*	0.01427
LIQ	0.07316***	0.01697	0.07418***	0.01699	0.04221***	0.01482	0.06561***	0.01772
ADR	0.05872	0.08108	0.08454	0.07960	0.31711***	0.08418	0.07613	0.08059
da1	(dropped)		(dropped)		-0.02954	0.04670	(dropped)	
da2	0.15403***	0.04925	0.15334***	0.04924	0.08243	0.05190	0.15401***	0.04947
da3	0.23035***	0.05766	0.23153***	0.05766	0.14219**	0.05991	0.23093***	0.05814
da4	0.40252***	0.06326	0.40226***	0.06345	0.29640***	0.06700	0.39881***	0.06367
da5	0.60804***	0.06971	0.60712***	0.06976	0.57492***	0.08278	0.60348***	0.06971
da6	-0.13670**	0.05429	-0.13598**	0.05428	(dropped)		-0.13556**	0.05435
cons	1.06733	0.21013	1.11142	0.22152	1.31779	0.21978	1.41177	0.20042
R-sq		0.4186		0.4177		0.5218		0.4146
eqm		0.74254		0.74313		0.64151		0.74508

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; EPR é o Erro Padrão Robusto.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

Quadro 12. Variável dependente Q para o método Efeitos Aleatórios

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00184*	0.00110						
C.TOT1			0.00270**	0.00130				
C.PREF1					0.00363***	0.00122		
C.ORD2,3							-0.00211	0.00146
EXC	-0.11781***	0.03958	-0.06701*	0.03838	0.00014	0.04181	-0.11753***	0.04052
N1	0.11454	0.09607	0.12290	0.09626	0.07746	0.09508	0.10725	0.09588
N2	0.41955***	0.14692	0.43122***	0.14714	0.44200***	0.13238	0.41621***	0.14691
NM	0.38796***	0.08538	0.39614***	0.08523	-0.91064	0.03873	0.33652***	0.08270
EstCap	-0.84910***	0.04212	-0.84991***	0.04210	-0.91064***	0.03873	-0.85165***	0.04215
InREC	-0.05887***	0.01646	-0.06019***	0.01648	-0.04803***	0.01862	-0.05889***	0.01646
LIQ	0.04798*	0.02760	0.04863*	0.02759	0.04196*	0.02458	0.04483	0.02764
ADR	0.03637	0.13487	0.04256	0.13495	0.13022	0.13561	0.03396	0.13491
da1	-0.19007***	0.04504	(dropped)		-0.53299***	0.04299	(dropped)	
da2	-0.04288	0.04416	0.14680***	0.04340	-0.42120***	0.04218	0.14803***	0.04345
da3	(dropped)		0.19022***	0.04500	-0.38937***	0.04253	0.19185***	0.04505
da4	0.17929***	0.04432	0.36966***	0.04521	-0.24103***	0.04198	0.37168***	0.04524
da5	0.39473***	0.04382	0.58485***	0.04468	(dropped)		0.58580***	0.04472
da6	-0.31019***	0.04587	-0.11998**	0.04734	-0.54856***	0.04410	-0.11744**	0.04737
cons	2.00771	0.22296	1.79476	0.21989	2.16538***	0.24357	1.97764	0.21773
R-sq		0.3520		0.3524		0.4759		0.3514
intra		0.3721		0.3732		0.4252		0.3715
entre		0.3557		0.3552		0.4809		0.3563
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.01036**	0.00408						
C.ORD1^2	-0.00008**	0.00004						
C.TOT1			0.00826*	0.00461				
C.TOT1^2			-0.00005	0.00004				
C.PREF1					0.00365	0.00360		
C.PREF1^2					0.00000	0.00004		
C.ORD2,3							-0.00058	0.00312
C.ORD2,3^2							-0.00003	0.00005
EXC	-0.16276***	0.04467	-0.05954	0.03882	0.00027	0.04924	-0.12466***	0.04254
N1	0.13502	0.09647	0.12700	0.09633	0.07745	0.09539	0.10584	0.09595
N2	0.42740***	0.14701	0.42083***	0.14741	0.44155***	0.13252	0.41589***	0.14699
NM	0.36979***	0.08579	0.40024***	0.08535			0.32960***	0.08365
EstCap	-0.85126***	0.04211	-0.84883***	0.04212	-0.91067***	0.03879	-0.85101***	0.04218
InREC	-0.05998***	0.01647	-0.05941***	0.01650	-0.04807***	0.01864	-0.05937***	0.01649
LIQ	0.04572*	0.02758	0.04996*	0.02761	0.04193*	0.02459	0.04550*	0.02768
ADR	0.02944	0.13509	0.03394	0.13525	0.13010	0.13582	0.03499	0.13504
da1	-0.19049***	0.04493	-0.19025***	0.04497	-0.53296***	0.04304	(dropped)	
da2	-0.04185	0.04406	-0.04222	0.04410	-0.42116***	0.04223	0.14817***	0.04345
da3	(dropped)		(dropped)		-0.38934***	0.04254	0.19154***	0.04505
da4	0.18069***	0.04422	0.18004***	0.04425	-0.24100***	0.04198	0.37105***	0.04525
da5	0.39636***	0.04372	0.39550***	0.04376	(dropped)		0.58519***	0.04473
da6	-0.30840***	0.04577	-0.31086***	0.04581	-0.54853***	0.04411	-0.11843**	0.04741
cons	1.86241	0.23341	1.85699	0.24579	2.16566	0.24868	1.97637	0.21789
R-sq		0.3535		0.3516		0.4759		0.3513
intra		0.3762		0.3751		0.4252		0.3718
entre		0.3512		0.3521		0.4808		0.3562

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; Ep é o Erro Padrão.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

Quadro 13. Variável dependente Q para o método Efeitos Fixos

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00069	0.00153						
C.TOT1			0.00202	0.00179				
C.PREF1					0.00149	0.00159		
C.ORD2,3							-0.00002	0.00190
EXC	-0.07969*	0.04727	-0.05432	0.04384	-0.03082	0.04962	-0.06994	0.04840
N1	0.04829	0.12377	0.05724	0.12384	0.02199	0.12350	0.04350	0.12338
N2	0.16323	0.22783	0.18010	0.22824	0.17598	0.20604	0.15757	0.22766
NM	0.24988*	0.13865	0.27226**	0.13795			0.23301*	0.13364
EstCap	-0.85633***	0.05517	-0.85492***	0.05512	-0.92410***	0.05013	-0.85771***	0.05510
InREC	-0.15051***	0.02674	-0.15005***	0.02669	-0.11373***	0.03494	-0.15131***	0.02670
LIQ	0.02100	0.03091	0.02142	0.03090	0.02708	0.02716	0.02111	0.03097
ADR	-0.49227	0.32587	-0.48031	0.32574	-0.32374	0.34713	-0.49960	0.32571
da1	(dropped)		(dropped)		(dropped)		(dropped)	
da2	0.15963***	0.04358	0.15873***	0.04356	0.12115***	0.03960	0.15997***	0.04358
da3	0.20110***	0.04551	0.19963***	0.04549	0.15622***	0.04189	0.20212***	0.04546
da4	0.38699***	0.04601	0.38478***	0.04595	0.30736***	0.04340	0.38885***	0.04586
da5	0.61077***	0.04585	0.60861***	0.04582	0.54413***	0.04470	0.61232***	0.04577
da6	-0.05701	0.04974	-0.05963	0.04969	0.01983	0.04942	-0.05507	0.04958
cons	3.18022	0.36665	3.10808	0.36604	2.63647	0.45776	3.23006	0.35192
R-sq		0.2298		0.2325		0.3675		0.2279
intra		0.3844		0.3851		0.4338		0.3843
entre		0.2447		0.2465		0.3944		0.2429
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.01551***	0.00545						
C.ORD1^2	-0.00013***	0.00005						
C.TOT1			0.01359**	0.00611				
C.TOT1^2			-0.00011**	0.00005				
C.PREF1					0.00386	0.00476		
C.PREF1^2					-0.00002	0.00005		
C.ORD2,3							0.00210	0.00394
C.ORD2,3^2							-0.00004	0.00006
EXC	-0.17206***	0.05732	-0.03529	0.04483	-0.01059	0.06266	-0.08045	0.05134
N1	0.09098	0.12428	0.08720	0.12460	0.03265	0.12519	0.03978	0.12357
N2	0.18829	0.22725	0.13597	0.22901	0.16518	0.20713	0.16053	0.22778
NM	0.27077*	0.13839	0.31883**	0.13975			0.22639*	0.13411
EstCap	-0.85717***	0.05499	-0.85350***	0.05505	-0.92386***	0.05015	-0.85676***	0.05514
InREC	-0.15323***	0.02667	-0.14839***	0.02667	-0.11523***	0.03507	-0.15175***	0.02672
LIQ	0.01766	0.03083	0.02484	0.03090	0.02666	0.02718	0.02193	0.03101
ADR	-0.52085	0.32496	-0.45852	0.32548	-0.30821	0.34852	-0.50526	0.32594
da1	(dropped)		(dropped)		(dropped)		(dropped)	
da2	0.16164***	0.04344	0.16098***	0.04352	0.12124***	0.03962	0.16022***	0.04359
da3	0.20056***	0.04536	0.19977***	0.04542	0.15574***	0.04192	0.20171***	0.04548
da4	0.38784***	0.04586	0.38544***	0.04589	0.30619***	0.04348	0.38784***	0.04590
da5	0.61195***	0.04570	0.60991***	0.04576	0.54273***	0.04480	0.61135***	0.04581
da6	-0.05437	0.04959	-0.06112	0.04963	0.01831	0.04952	-0.05673	0.04967
cons	2.93062	0.37595	2.82023	0.39337	2.61621	0.45956	3.22718	0.35205
R-sq		0.2325		0.2367		0.3680		0.2277
intra		0.3890		0.3873		0.4640		0.3845
entre		0.2388		0.2463		0.3936		0.2427

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; Ep é o Erro Padrão.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

7.3 RESULTADOS PARA VF

Quadro 14. Variável dependente VF para o método POOLED

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR
C.ORD1	0.00140*	0.00078						
C.TOT1			0.00259**	0.00102				
C.PREF1					0.00659***	0.00116		
C.ORD2,3							-0.00227**	0.00112
EXC	-0.13730***	0.03122	-0.08849***	0.02940	0.06558**	0.03402	-0.14074***	0.03170
N1	0.09779*	0.05647	0.10605*	0.05627	0.11318**	0.05791	0.09655*	0.05669
N2	0.42280***	0.12921	0.42731***	0.12853	0.47536***	0.12904	0.42437***	0.12931
NM	0.55840***	0.09213	0.57253***	0.09190			0.51744***	0.09370
EstCap	-0.14167**	0.07229	-0.14266**	0.07224	-0.18489***	0.07129	-0.14282**	0.07246
InREC	0.01776	0.01523	0.01603	0.01520	0.00364	0.01617	0.01679	0.01523
LIQ	0.06053***	0.01704	0.06155***	0.01708	0.03552**	0.01492	0.05562***	0.01751
ADR	-0.00160	0.08012	0.01224	0.08034	0.17915**	0.08621	0.00477	0.08102
da1	-0.19415***	0.06316	-0.19633***	0.06298	0.03713	0.05231	-0.19545***	0.06328
da2	-0.03896	0.07191	-0.04083	0.07176	0.14714***	0.05673	-0.03932	0.07206
da3	(dropped)		(dropped)		0.16425***	0.06325	(dropped)	
da4	0.16736**	0.08462	0.16764**	0.08442	0.32676***	0.07317	0.16630**	0.08470
da5	0.34798***	0.08729	0.34726***	0.08707	0.59384***	0.08618	0.34601***	0.08728
da6	-0.40108***	0.07630	-0.40162***	0.07604	(dropped)		-0.40054***	0.07625
cons	1.14681	0.27707	1.11291	0.27745	0.32340	0.20648	1.29585	0.27859
R-sq		0.2277		0.2297		0.2020		0.2282
eqm		0.76669		0.7657		0.68258		0.76642
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR
C.ORD1	0.01234***	0.00300						
C.ORD1^2	-0.00010***	0.00003						
C.TOT1			0.00212	0.00317				
C.TOT1^2			0.00000	0.00003				
C.PREF1					0.00726**	0.00304		
C.PREF1^2					-0.00001	0.00003		
C.ORD2,3							-0.00033	0.00258
C.ORD2,3^2							-0.00003	0.00003
EXC	-0.17929***	0.03402	-0.08874***	0.02943	0.06982*	0.03883	-0.14844***	0.03261
N1	0.12720**	0.05754	0.10640*	0.05622	0.11258*	0.05823	0.09955*	0.05722
N2	0.45026***	0.12823	0.42688***	0.12895	0.47640***	0.12977	0.42749***	0.12940
NM	0.54227***	0.09229	0.57237***	0.09206			0.51048***	0.09381
EstCap	-0.14353**	0.07081	-0.14292**	0.07219	-0.18559***	0.07140	-0.14215**	0.07223
InREC	0.01396	0.01523	0.01597	0.01522	0.00372	0.01622	0.01543	0.01540
LIQ	0.05883***	0.01719	0.06151***	0.01709	0.03581**	0.01471	0.05736**	0.01798
ADR	-0.02676	0.08268	0.01301	0.08073	0.17829**	0.08571	0.00051	0.08229
da1	-0.19356***	0.06273	-0.19648***	0.06298	0.03773**	0.05225	-0.19477***	0.06337
da2	-0.03702	0.07170	-0.04108	0.07180	0.14763***	0.05684	-0.03906	0.07211
da3	(dropped)		(dropped)		0.16454***	0.06341	(dropped)	
da4	0.16947**	0.08410	0.16764**	0.08445	0.32660***	0.07317	0.16666**	0.08480
da5	0.35003***	0.08702	0.34739***	0.08717	0.59403***	0.08618	0.34721***	0.08750
da6	-0.40073***	0.07611	-0.40124***	0.07634	(dropped)		-0.39940***	0.07642
cons	0.96650	0.28816	1.12429	0.28833	0.30639	0.22347	1.30401	0.27989
R-sq		0.2345		0.2297		0.2021		0.2286
eqm		0.76362		0.76598		0.68289		0.76651

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; EPR é o Erro Padrão Robusto.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

Quadro 15. Variável dependente VF para o método Efeitos Aleatórios

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00075	0.00116						
C.TOT1			0.00136	0.00136				
C.PREF1					0.00273**	0.00132		
C.ORD2,3							-0.00108	0.00153
EXC	-0.10539***	0.04047	-0.08271**	0.03945	-0.02204	0.04417	-0.10789***	0.04134
N1	0.13521	0.09783	0.14041	0.09805	0.10578	0.09936	0.13307	0.09765
N2	0.33925**	0.14973	0.34640**	0.14996	0.36268***	0.13773	0.33898**	0.14957
NM	0.33245***	0.08928	0.34018***	0.08903			0.31052***	0.08634
EstCap	-0.11299***	0.04287	-0.11340***	0.04286	-0.15280***	0.04029	-0.11448***	0.04288
InREC	-0.02701	0.01682	-0.02768*	0.01684	-0.01951	0.01938	-0.02696	0.01681
LIQ	0.04240	0.02777	0.04285	0.02777	0.03719	0.02535	0.04096	0.02783
ADR	-0.05537	0.13944	-0.05027	0.13944	0.03976	0.14239	-0.05481	0.13920
da1	-0.32945***	0.04610	-0.15214***	0.04564	-0.48607***	0.04508	-0.33045***	0.04611
da2	-0.20878***	0.04538	-0.03169	0.04488	-0.40240***	0.04440	-0.20922***	0.04539
da3	-0.17724***	0.04501	(dropped)		-0.38397***	0.04446	-0.17746***	0.04503
da4	(dropped)		0.17715***	0.04501	-0.23197***	0.04393	(dropped)	
da5	0.19662***	0.04271	0.37388***	0.04462	(dropped)		0.19598***	0.04272
da6	-0.50673	0.04486	-0.32953***	0.04688	-0.57547***	0.04617	-0.50673***	0.04488
cons	1.45441	0.22933	1.25555	0.22924	1.43594	0.25346	1.52548	0.22558
R-sq		0.1370		0.1378		0.1334		0.1386
intra		0.2584		0.2588		0.2062		0.2579
entre		0.1155		0.1152		0.1746		0.1181
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.01240***	0.00416						
C.ORD1^2	-0.00011***	0.00004						
C.TOT1			0.00958**	0.00479				
C.TOT1^2			-0.00008*	0.00004				
C.PREF1					0.00532	0.00379		
C.PREF1^2					-0.00003	0.00004		
C.ORD2,3							0.00197	0.00323
C.ORD2,3^2							-0.00005	0.00005
EXC	-0.16849***	0.04579	-0.07228*	0.03985	-0.00307	0.05139	-0.12187***	0.04333
N1	0.16075	0.09801	0.14544	0.09804	0.11122	0.09972	0.12956	0.09770
N2	0.35114**	0.14957	0.33031**	0.15021	0.35972***	0.13789	0.33886**	0.14956
NM	0.30306***	0.08971	0.34562**	0.08911			0.29626***	0.08735
EstCap	-0.11522***	0.04279	-0.11114***	0.04285	-0.15374***	0.04034	-0.11305***	0.04289
InREC	-0.02824*	0.01680	-0.02676	0.01686	-0.01981	0.01941	-0.02761	0.01682
LIQ	0.03931	0.02771	0.04466	0.02776	0.03714	0.02535	0.04241	0.02786
ADR	-0.06553	0.13941	-0.06159	0.13970	0.03750	0.14264	-0.05339	0.13919
da1	-0.33053***	0.04593	-0.32990***	0.04602	0.09179***	0.04871	(dropped)	
da2	-0.20792***	0.04521	-0.20748***	0.04529	0.17529***	0.04798	0.12134***	0.04415
da3	-0.17887***	0.04485	-0.17800***	0.04494	0.19307***	0.04760	0.15190***	0.04568
da4	(dropped)		(dropped)		0.34410***	0.04706	0.32912***	0.04612
da5	0.19546***	0.04255	0.19584***	0.04264	0.57550***	0.04615	0.52521***	0.04569
da6	-0.50710	0.04469	-0.50927	0.04481	(dropped)		-0.17826***	0.04854
cons	1.25957	0.23889	1.24871	0.25181	0.82658	0.26236	1.18843	0.22300
R-sq		0.1409		0.1338		0.1332		0.1397
intra		0.2651		0.2361		0.2085		0.2581
entre		0.1062		0.1034		0.1690		0.1203

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; Ep é o Erro Padrão.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

Quadro 16. Variável dependente VF para o método Efeitos Fixos

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00013	0.00162						
C.TOT1			0.00110	0.00188				
C.PREF1					0.00043	0.00173		
C.ORD2,3							0.00105	0.00199
EXC	-0.10646**	0.04795	-0.09604**	0.04521	-0.08602	0.05263	-0.09186*	0.04914
N1	0.06273	0.12427	0.06884	0.12440	0.02007	0.12609	0.05984	0.12388
N2	0.15915	0.22649	0.17009	0.22705	0.16855	0.21008	0.15368	0.22628
NM	0.21651	0.14568	0.23367	0.14479			0.21520	0.14056
EstCap	-0.06597	0.05559	-0.06519	0.05555	-0.10527**	0.05166	-0.06613	0.05553
InREC	-0.09756***	0.02615	-0.09704***	0.02610	-0.07124**	0.03421	-0.09845***	0.02610
LIQ	0.02303	0.03090	0.02321	0.03089	0.02841	0.02781	0.02428	0.03098
ADR	-0.58310*	0.32376	-0.57431*	0.32374	-0.42418	0.35356	-0.59100*	0.32352
da1	(dropped)		(dropped)		(dropped)		(dropped)	
da2	0.12569***	0.04434	0.12515***	0.04434	0.08697**	0.04124	0.12548***	0.04433
da3	0.15596***	0.04614	0.15486***	0.04613	0.11092***	0.04340	0.15636***	0.04608
da4	0.33802***	0.04686	0.33637***	0.04683	0.26566***	0.04511	0.33886***	0.04673
da5	0.53592***	0.04673	0.53473***	0.04672	0.48588***	0.04632	0.53668***	0.04668
da6	-0.13345***	0.05063	-0.13510***	0.05062	-0.06682***	0.05116	-0.13274***	0.05052
cons	2.17090	0.36216	2.11507	0.36068	1.77141	0.44861	2.16260	0.34439
R-sq		0.0300		0.0311		0.0167		0.0283
intra		0.2691		0.2694		0.2156		0.2693
entre		0.0167		0.0172		0.0218		0.0152
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.01683***	0.00545						
C.ORD1^2	-0.00015***	0.00005						
C.TOT1			0.01687***	0.00625				
C.TOT1^2			-0.00015***	0.00006				
C.PREF1					0.00703	0.00498		
C.PREF1^2					-0.00007	0.00005		
C.ORD2,3							0.00331	0.00407
C.ORD2,3^2							-0.00004	0.00006
EXC	-0.21096***	0.05777	-0.07162	0.04601	-0.03270	0.06472	-0.10256**	0.05194
N1	0.10735	0.12448	0.10726	0.12487	0.05057	0.12785	0.05545	0.12411
N2	0.18602	0.22560	0.10508	0.22770	0.13722	0.21111	0.15652	0.22639
NM	0.22141	0.14501	0.28867**	0.14584	(dropped)		0.20698	0.14119
EstCap	-0.06741	0.05533	-0.06318	0.05539	-0.10419**	0.05164	-0.06471	0.05559
InREC	-0.09894***	0.02603	-0.09492***	0.02603	-0.07619**	0.03437	-0.09867***	0.02612
LIQ	0.01959	0.03078	0.02768	0.03085	0.02719	0.02781	0.02522	0.03102
ADR	-0.61827*	0.32245	-0.54494*	0.32297	-0.37947	0.35475	-0.59731*	0.32376
da1	(dropped)		(dropped)		(dropped)		(dropped)	
da2	0.12800***	0.04414	0.12867***	0.04423	0.08698	0.04122**	0.12563***	0.04435
da3	0.15365***	0.04593	0.15477***	0.04599	0.10973	0.04338***	0.15552***	0.04611
da4	0.33715***	0.04665	0.33727***	0.04669	0.26186	0.04517***	0.33770***	0.04677
da5	0.53272***	0.04652	0.53417***	0.04658	0.48008	0.04648***	0.53549***	0.04673
da6	-0.13494***	0.05040	-0.13860***	0.05048	-0.07214	0.05127***	-0.13462***	0.05062
cons	1.88449	0.37136	1.73330	0.38746	1.72880	0.44934	2.15508	0.34470
R-sq		0.0364		0.0336		0.0176		0.0287
intra		0.2766		0.2744		0.2176		0.2696
entre		0.0190		0.0163		0.0190		0.0159

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; Ep é o Erro Padrão.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

7.4 RESULTADOS PARA LOAT

Quadro 17. Variável dependente LOAT para o método POOLED

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR
C.ORD1	0.00009	0.00010						
C.TOT1			0.00008	0.00012				
C.PREF1					0.00041***	0.00013		
C.ORD2,3							-0.00019	0.00015
EXC	0.00626	0.00494	0.00853	0.00513	0.01609***	0.00620	0.00551	0.00493
N1	-0.00076	0.00817	-0.00076	0.00821	0.00300	0.00876	-0.00062	0.00813
N2	-0.01873	0.01187	-0.01879	0.01189	-0.00624	0.01339	-0.01829	0.01186
NM	-0.00645	0.00975	-0.00686	0.00983			-0.00951	0.00962
EstCap	0.14419***	0.01283	0.14421***	0.01283	0.13963***	0.01302	0.14411***	0.01283
lnREC	0.01795***	0.00216	0.01793***	0.00216	0.01654***	0.00235	0.01780***	0.00214
LIQ	0.00689***	0.00256	0.00683***	0.00256	0.00456***	0.00249	0.00653**	0.00257
ADR	-0.04868***	0.00899	-0.04889***	0.00903	-0.04712***	0.01085	-0.04777***	0.00908
da1	-0.00018	0.00992	-0.00020	0.00992	-0.00955	0.00916	-0.00027	0.00991
da2	0.02190**	0.01014	0.02187**	0.01014	0.01260	0.00970	0.02187**	0.01013
da3	(dropped)		(dropped)		-0.00948	0.01074	(dropped)	
da4	0.00280	0.01049	0.00279	0.01049	-0.00398	0.01022	0.00270	0.01049
da5	0.00364	0.00940	0.00363	0.00941	(dropped)		0.00345	0.00940
da6	-0.00546	0.01091	-0.00543	0.01092	-0.01013	0.01204	-0.00547	0.01090
cons	-0.21712	0.04667	-0.21541	0.04649	-0.33642	0.06669	-0.20517	0.04592
R-sq		0.4768		0.4767		0.5166		0.4771
eqm		0.1085		0.10851		0.11037		0.10847
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR
C.ORD1	-0.00049	0.00042						
C.ORD1^2	0.00001	0.00000						
C.TOT1			-0.00032	0.00043				
C.TOT1^2			0.00000	0.00000				
C.PREF1					0.00023	0.00044		
C.PREF1^2					0.00000	0.00000		
C.ORD2,3							-0.00022	0.00032
C.ORD2,3^2							0.00000	0.00000
EXC	0.00853	0.00523	0.00826	0.00515	0.01490**	0.00715	0.00565	0.00523
N1	-0.00240	0.00842	-0.00045	0.00822	0.00323	0.00882	-0.00067	0.00818
N2	-0.01988*	0.01197	-0.01896	0.01182	-0.00636	0.01338	-0.01833	0.01190
NM	-0.00537	0.00966	-0.00680	0.00983			-0.00940	0.00958
EstCap	0.14426***	0.01287	0.14411***	0.01282	0.13985***	0.01303	0.14409***	0.01283
lnREC	0.01803***	0.00217	0.01780***	0.00218	0.01650***	0.00237	0.01782***	0.00219
LIQ	0.00698***	0.00255	0.00678***	0.00256	0.00449*	0.00248	0.00650**	0.00260
ADR	-0.04694***	0.00905	-0.04800***	0.00915	-0.04688***	0.01083	-0.04771***	0.00907
da1	-0.00003	0.00990	-0.00016	0.00991	-0.00962	0.00915	-0.00027	0.00991
da2	0.02195**	0.01013	0.02185**	0.01014	0.01255	0.00968	0.02187**	0.01014
da3	(dropped)		(dropped)		-0.00949	0.01074	(dropped)	
da4	0.00271	0.01048	0.00280	0.01049	-0.00399	0.01022	0.00270	0.01049
da5	0.00354	0.00940	0.00370	0.00942	(dropped)		0.00344	0.00940
da6	-0.00542	0.01090	-0.00520	0.01094	-0.01010	0.01205	-0.00548	0.01091
cons	-0.20582	0.04643	-0.20444	0.04802	-0.33179	0.06810	-0.20528	0.04602
R-sq		0.4774		0.4769		0.5167		0.4771
eqm		0.10846		0.10852		0.11041		0.1085

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; EPR é o Erro Padrão Robusto.
Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

Quadro 18. Variável dependente LOAT para o método Efeitos Aleatórios

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00020	0.00015						
C.TOT1			0.00017	0.00018				
C.PREF1					0.00041**	0.00021		
C.ORD2,3							-0.00031	0.00021
EXC	0.00298	0.00593	0.00747	0.00581	0.01447*	0.00743	0.00212	0.00603
N1	0.00389	0.01446	0.00393	0.01451	0.00452	0.01658	0.00339	0.01443
N2	-0.01018	0.02120	-0.00983	0.02124	-0.00488	0.02244	-0.01024	0.02120
NM	-0.01086	0.01211	-0.01187	0.01213			-0.01691	0.01170
EstCap	0.13662***	0.00624	0.13662***	0.00624	0.13222***	0.00678	0.13627***	0.00625
InREC	0.02045***	0.00229	0.02041***	0.00230	0.02104***	0.00293	0.02042***	0.00229
LIQ	0.00140	0.00436	0.00137	0.00437	0.00086	0.00464	0.00088	0.00437
ADR	-0.04222**	0.01833	-0.04259**	0.01834	-0.05018**	0.02125	-0.04173**	0.01834
da1	-0.02104***	0.00696	-0.02103***	0.00696	-0.00817	0.00821	-0.00011	0.00706
da2					0.01428*	0.00814	0.02110***	0.00700
da3	-0.02114***	0.00700	-0.02106***	0.00700	-0.00796	0.00816		
da4	-0.01855***	0.00706	-0.01843***	0.00706	-0.00336	0.00813	0.00253	0.00701
da5	-0.01429**	0.00706	-0.01420**	0.00706			0.00674	0.00700
da6	-0.02670***	0.00734	-0.02658***	0.00734	-0.01706**	0.00858	-0.00548	0.00726
cons	-0.26686	0.03068	-0.26470	0.03070	-0.29062	0.03823	-0.26835	0.03071
R-sq		0.4440		0.4437		0.4719		0.4437
intra		0.2134		0.2129		0.2244		0.2140
entre		0.4719		0.4720		0.5194		0.4717
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	-0.00077	0.00058						
C.ORD1^2	0.00001*	0.00001						
C.TOT1			-0.00038	0.00066				
C.TOT1^2			0.00001	0.00001				
C.PREF1					0.00017	0.00060		
C.PREF1^2					0.00000	0.00001		
C.ORD2,3							-0.00007	0.00044
C.ORD2,3^2							0.00000	0.00001
EXC	0.00815	0.00664	0.00679	0.00586	0.01276	0.00852	0.00095	0.00632
N1	0.00149	0.01452	0.00378	0.01450	0.00424	0.01661	0.00328	0.01443
N2	-0.01131	0.02120	-0.00907	0.02125	-0.00481	0.02246	-0.01023	0.02121
NM	-0.00814	0.01221	-0.01192	0.01212			-0.01806	0.01185
EstCap	0.13694***	0.00624	0.13648***	0.00625	0.13240***	0.00680	0.13627***	0.00625
InREC	0.02046***	0.00229	0.02031***	0.00230	0.02102***	0.00294	0.02038***	0.00230
LIQ	0.00161	0.00436	0.00124	0.00437	0.00082	0.00464	0.00101	0.00437
ADR	-0.04123**	0.01833	-0.04167**	0.01836	-0.04985**	0.02129	-0.04160**	0.01835
da1	-0.02094***	0.00696	0.00014	0.00707	-0.00828	0.00822	-0.02124***	0.00696
da2			0.02109***	0.00700	0.01419*	0.00814		
da3	-0.02118***	0.00700			-0.00800	0.00816	-0.02114***	0.00700
da4	-0.01881***	0.00706	0.00263	0.00702	-0.00339	0.00814	-0.01861***	0.00706
da5	-0.01459**	0.00705	0.00686	0.00700			-0.01435**	0.00705
da6	-0.02697***	0.00733	-0.00543	0.00727	-0.01705**	0.00858	-0.02664***	0.00733
cons	-0.24927	0.03232	-0.27271	0.03423	-0.28703	0.03927	-0.24794	0.03067
R-sq		0.4445		0.4437		0.4723		0.4429
intra		0.2147		0.2130		0.2244		0.2148
entre		0.4738		0.4733		0.5197		0.4704

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; Ep é o Erro Padrão.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

Quadro 19. Variável dependente LOAT para o método Efeitos Fixos

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00039*	0.00024						
C.TOT1			0.00036	0.00028				
C.PREF1					0.00049	0.00031		
C.ORD2,3							-0.00057*	0.00030
EXC	-0.00425	0.00769	0.00438	0.00712	0.01154	0.00981	-0.00580	0.00783
N1	0.01561	0.02120	0.01533	0.02124	-0.00829	0.02548	0.01399	0.02111
N2	0.03048	0.03924	0.03112	0.03933	0.04448	0.04258	0.02984	0.03919
NM	0.02388	0.02311	0.02156	0.02308			0.01316	0.02218
EstCap	0.14985***	0.00912	0.14994***	0.00913	0.14145***	0.00996	0.14916***	0.00912
InREC	0.01958***	0.00437	0.01941***	0.00437	0.02397***	0.00651	0.01946***	0.00436
LIQ	-0.00339	0.00532	-0.00332	0.00532	-0.00317	0.00561	-0.00394	0.00532
ADR	-0.06419	0.05618	-0.06486	0.05621	-0.11295	0.07187	-0.06467	0.05613
da1	(dropped)		(dropped)		(dropped)		(dropped)	
da2	0.02084***	0.00706	0.02083***	0.00707	0.02208***	0.00771	0.02117***	0.00706
da3	-0.00045	0.00724	-0.00030	0.00724	-0.00005	0.00801	-0.00002	0.00722
da4	0.00164	0.00736	0.00190	0.00736	0.00446	0.00829	0.00200	0.00734
da5	0.00643	0.00742	0.00663	0.00743	0.00738	0.00860	0.00676	0.00740
da6	-0.00614	0.00798	-0.00589	0.00798	-0.01234	0.00940	-0.00551	0.00793
cons	-0.28943	0.05906	-0.28453	0.05925	-0.33055	0.08430	-0.25098	0.05681
R-sq		0.4281		0.4282		0.4454		0.4273
intra		0.2170		0.2164		0.2271		0.2176
entre		0.4435		0.4441		0.4884		0.4423
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	-0.00049	0.00086						
C.ORD1^2	0.00001	0.00001						
C.TOT1			0.00009	0.00099				
C.TOT1^2			0.00000	0.00001				
C.PREF1					0.00032	0.00091		
C.PREF1^2					0.00000	0.00001		
C.ORD2,3							0.00022	0.00059
C.ORD2,3^2							-0.00001	0.00001
EXC	0.00176	0.00953	0.00394	0.00728	0.01016	0.01221	-0.00971	0.00821
N1	0.01324	0.02131	0.01468	0.02136	-0.00903	0.02578	0.01243	0.02112
N2	0.02884	0.03927	0.03204	0.03948	0.04515	0.04275	0.03108	0.03918
NM	0.02342	0.02311	0.02060	0.02334			0.01021	0.02225
EstCap	0.15016***	0.00913	0.14990***	0.00914	0.14146***	0.00997	0.14850***	0.00912
InREC	0.01978***	0.00437	0.01938***	0.00437	0.02410***	0.00655	0.01909***	0.00437
LIQ	-0.00328	0.00532	-0.00341	0.00533	-0.00315	0.00561	-0.00345	0.00533
ADR	-0.06234	0.05620	-0.06544	0.05627	-0.11399	0.07211	-0.06724	0.05612
da1	(dropped)		(dropped)		(dropped)		(dropped)	
da2	0.02079***	0.00706	0.02081***	0.00707	0.02208***	0.00771	0.02129***	0.00706
da3	-0.00048	0.00724	-0.00033	0.00724	-0.00002	0.00802	-0.00001	0.00721
da4	0.00144	0.00736	0.00188	0.00736	0.00450	0.00830	0.00200	0.00733
da5	0.00621	0.00742	0.00660	0.00743	0.00746	0.00862	0.00693	0.00740
da6	-0.00647	0.00798	-0.00588	0.00799	-0.01227	0.00941	-0.00555	0.00793
cons	-0.27552	0.06047	-0.27783	0.06376	-0.32947	0.08453	-0.25009	0.05678
R-sq		0.4306		0.4283		0.4450		0.4219
intra		0.2177		0.2164		0.2271		0.2192
entre		0.4488		0.4449		0.4878		0.4356

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; Ep é o Erro Padrão.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

7.5 RESULTADOS PARA LAJIRDA

Quadro 20. Variável dependente LAJIRDA para o método POOLED

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR
C.ORD1	0.00009	0.00009						
C.TOT1			0.00010	0.00011				
C.PREF1					0.00045***	0.00012		
C.ORD2,3							-0.00004	0.00013
EXC	0.00421	0.00416	0.00663	0.00405	0.01452***	0.00511	0.00507	0.00415
N1	-0.01696**	0.00732	-0.01672**	0.00737	-0.01539**	0.00755	-0.01744**	0.00735
N2	-0.02069*	0.01167	-0.02057*	0.01169	-0.00003	0.01300	-0.02102*	0.01165
NM	0.00108	0.00869	0.00107	0.00874			-0.00080	0.00855
EstCap	0.04178***	0.01030	0.04179***	0.01029	0.03759***	0.01013	0.04185***	0.01030
lnREC	0.02239***	0.00164	0.02234***	0.00165	0.01996***	0.00167	0.02240***	0.00164
LIQ	0.00315	0.00206	0.00313	0.00207	0.00151	0.00222	0.00293	0.00210
ADR	-0.03352***	0.00816	-0.03344***	0.00820	-0.01954*	0.00912	-0.0341***	0.00816
da1	(dropped)		(dropped)		0.00194	0.01025	(dropped)	
da2	0.02142***	0.00784	0.02140***	0.00784	0.02228**	0.01004	0.02144***	0.00785
da3	-0.00878	0.00864	-0.00878	0.00864	-0.00955	0.01081	-0.00875	0.00864
da4	-0.01167	0.00817	-0.01166	0.00817	-0.00976	0.01024	-0.01166	0.00817
da5	-0.01897**	0.00791	-0.01897**	0.00791	-0.01405	0.01023	-0.01898**	0.00792
da6	-0.00608	0.00889	-0.00606	0.00889	(dropped)		-0.00596	0.00889
cons	-0.14847	0.02564	-0.14802	0.02560	-0.14715	0.02922	-0.14313	0.02615
R-sq		0.3590		0.3589		0.3947		0.3586
eqm		0.09275		0.09275		0.09097		0.09278
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR	COEF	EPR
C.ORD1	0.00029	0.00035						
C.ORD1^2	0.00000	0.00000						
C.TOT1			0.00018	0.00039				
C.TOT1^2			0.00000	0.00000				
C.PREF1					0.00047	0.00037		
C.PREF1^2					0.00000	0.00000		
C.ORD2,3							-0.00015	0.00028
C.ORD2,3^2							0.00000	0.00000
EXC	0.00337	0.00444	0.00669	0.00407	0.01468**	0.00583	0.00559	0.00430
N1	-0.01633**	0.00735	-0.01679**	0.00740	-0.01543**	0.00759	-0.01762**	0.00739
N2	-0.02023*	0.01165	-0.02055*	0.01169	-0.00001	0.01301	-0.02118*	0.01166
NM	0.00069	0.00874	0.00105	0.00875	(dropped)		-0.00044	0.00851
EstCap	0.04173***	0.01031	0.04181***	0.01030	0.03757***	0.01014	0.04180***	0.01032
lnREC	0.02237***	0.00165	0.02236***	0.00166	0.01997***	0.00167	0.02247***	0.00166
LIQ	0.00311	0.00207	0.00314	0.00207	0.00152	0.00222	0.00283	0.00211
ADR	-0.03414**	0.00822	-0.03361**	0.00825	-0.01957**	0.00915	-0.03397***	0.00816
da1	(dropped)		(dropped)		0.00194	0.01024	(dropped)	
da2	0.02142***	0.00784	0.02141***	0.00784	0.02229**	0.01004	0.02142***	0.00786
da3	-0.00878	0.00864	-0.00877	0.00864	-0.00954	0.01081	-0.00875	0.00864
da4	-0.01164	0.00817	-0.01165	0.00817	-0.00976	0.01024	-0.01166	0.00817
da5	-0.01891**	0.00791	-0.01897**	0.00791	-0.01405	0.01023	-0.01901**	0.00792
da6	-0.00612	0.00889	-0.00609	0.00890	(dropped)		-0.00597	0.00889
cons	-0.15258	0.02646	-0.14999	0.02753	-0.14777	0.03043	-0.14273	0.02618
R-sq		0.3591		0.3589		0.3947		0.3597
eqm		0.09277		0.09278		0.0910		0.0928

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; EPR é o Erro Padrão Robusto.
Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

Quadro 21. Variável dependente LAJIRDA para o método Efeitos Aleatórios

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00027**	0.00013						
C.TOT1			0.00030*	0.00016				
C.PREF1					0.00045***	0.00017		
C.ORD2,3							-0.00026	0.00018
EXC	0.00192	0.00505	0.00866*	0.00493	0.01411**	0.00622	0.00272	0.00515
N1	-0.01252	0.01227	-0.01198	0.01231	-0.01088	0.01377	-0.01380	0.01225
N2	-0.00347	0.01833	-0.00250	0.01836	0.00090	0.01868	-0.00415	0.01833
NM	-0.01526	0.01051	-0.01564	0.01052			-0.02268**	0.01016
EstCap	0.03417***	0.00549	0.03414***	0.00549	0.02952***	0.00582	0.03391***	0.00550
InREC	0.02471***	0.00205	0.02461***	0.00205	0.02461***	0.00254	0.02475***	0.00205
LIQ	-0.00089	0.00364	-0.00088	0.00365	-0.00177	0.00383	-0.00139	0.00365
ADR	-0.00413	0.01631	-0.00412	0.01632	-0.00173	0.01796	-0.00476	0.01632
da1	0.01101**	0.00574	0.01893***	0.00565	0.01211*	0.00721	0.01070**	0.00574
da2	0.03001***	0.00563			0.03016***	0.00709	0.02986***	0.00563
da3			-0.01101**	0.00574	-0.00230	0.00706		
da4	-0.00489	0.00564	-0.01586***	0.00581	-0.00514	0.00705	-0.00489	0.00565
da5	-0.00678	0.00565	-0.01778***	0.00582			-0.00688	0.00565
da6	0.00267	0.00590	-0.00831	0.00613	-0.00862	0.00703	0.00287	0.00590
cons	-0.24423	0.02745	-0.23253	0.02706	-0.24033	0.03345	-0.22226	0.02728
R-sq		0.2873		0.2871		0.3042		0.2856
intra		0.1045		0.1038		0.1050		0.1028
entre		0.2867		0.2872		0.3043		0.2866
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00013	0.00050						
C.ORD1^2	0.00000	0.00000						
C.TOT1			0.00019	0.00057				
C.TOT1^2			0.00000	0.00001				
C.PREF1					0.00035	0.00050		
C.PREF1^2					0.00000	0.00000		
C.ORD2,3							-0.00036	0.00037
C.ORD2,3^2							0.00000	0.00001
EXC	0.00271	0.00573	0.00853*	0.00498	0.01336*	0.00714	0.00325	0.00541
N1	-0.01287	0.01233	-0.01203	0.01231	-0.01101	0.01380	-0.01374	0.01225
N2	-0.00363	0.01835	-0.00233	0.01838	0.00097	0.01870	-0.00418	0.01833
NM	-0.01488	0.01059	-0.01566	0.01052			-0.02221**	0.01027
EstCap	0.03425***	0.00550	0.03411***	0.00550	0.02960***	0.00584	0.03393***	0.00550
InREC	0.02471***	0.00205	0.02459***	0.00205	0.02462***	0.00254	0.02477***	0.00205
LIQ	-0.00086	0.00365	-0.00091	0.00365	-0.00179	0.00383	-0.00145	0.00366
ADR	-0.00400	0.01632	-0.00395	0.01634	-0.00163	0.01800	-0.00481	0.01633
da1	0.01102**	0.00574	0.01103***	0.00574	0.01208*	0.00721	0.01070**	0.00574
da2	0.03001***	0.00563	0.02995**	0.00563	0.03014***	0.00709	0.02984***	0.00564
da3					-0.00230	0.00706		
da4	-0.00493	0.00565	-0.00485	0.00565	-0.00514	0.00705	-0.00490	0.00565
da5	-0.00683	0.00565	-0.00678	0.00565			-0.00690	0.00566
da6	0.00264	0.00590	0.00270	0.00590	-0.00861	0.00703	0.00288	0.00590
cons	-0.24159	0.02891	-0.24102	0.03035	-0.23895	0.03423	-0.22198	0.02730
R-sq		0.2874		0.2871		0.3041		0.2860
intra		0.1044		0.1037		0.1052		0.1027
entre		0.2871		0.2877		0.3040		0.2870

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; Ep é o Erro Padrão.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.

Quadro 22. Variável dependente LAJIRDA para o método Efeitos Fixos

Equação 6	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00056**	0.00019						
C.TOT1			0.00062*	0.00023				
C.PREF1					0.00030	0.00025		
C.ORD2,3							-0.00058	0.00025
EXC	-0.00607	0.00629	0.00705*	0.00583	0.00707**	0.00802	-0.00506	0.00640
N1	0.00096	0.01684	0.00140	0.01687	-0.01408	0.02041	-0.00201	0.01680
N2	0.03117	0.03117	0.03335	0.03125	0.03787	0.03409	0.02901	0.03118
NM	0.01921	0.01840	0.01817	0.01838			0.00408**	0.01769
EstCap	0.04647***	0.00803	0.04665***	0.00803	0.03423***	0.00893	0.04547***	0.00804
InREC	0.02559***	0.00381	0.02546***	0.00381	0.03933***	0.00637	0.02525***	0.00381
LIQ	-0.00219	0.00426	-0.00206	0.00426	-0.00278	0.00453	-0.00273	0.00427
ADR	-0.01592	0.04461	-0.01592	0.04463	-0.03622	0.05749	-0.01820	0.04464
da1	(dropped)		(dropped)		0.02078***	0.00788	(dropped)	
da2	0.01771***	0.00572	0.01757***	0.00573	0.03571***	0.00745	0.01820***	0.00573
da3	-0.01249**	0.00586	-0.01252**	0.00586	0.00344	0.00734	-0.01167**	0.00585
da4	-0.01821***	0.00596	-0.01813***	0.00597	-0.00046	0.00722	-0.01734***	0.00595
da5	-0.01913***	0.00602	-0.01912***	0.00602	-0.00429	0.00712	-0.01836***	0.00601
da6	-0.01037	0.00652	-0.01036	0.00653	(dropped)		-0.00905	0.00649
cons	-0.26280	0.05121	-0.26276	0.05144	-0.42910	0.08501	-0.21209	0.04954
R-sq		0.2668		0.2671		0.2859		0.2660
intra		0.1108		0.1101		0.1119		0.1087
entre		0.2371		0.2376		0.2829		0.2369
Equação 7	(a)		(b)		(c)		(d)	
	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep	COEF	Ep
C.ORD1	0.00091	0.00070						
C.ORD1^2	0.00000	0.00001						
C.TOT1			0.00126	0.00082				
C.TOT1^2			-0.00001	0.00001				
C.PREF1					-0.00043	0.00074		
C.PREF1^2					0.00001	0.00001		
C.ORD2,3							-0.00055	0.00048
C.ORD2,3^2							0.00000	0.00001
EXC	-0.00848	0.00776	0.00801*	0.00595	0.00088*	0.00996	-0.00519	0.00673
N1	0.00191	0.01694	0.00295	0.01698	-0.01740	0.02065	-0.00206	0.01682
N2	0.03184	0.03121	0.03127	0.03135	0.04078	0.03420	0.02906	0.03120
NM	0.01942	0.01841	0.02046	0.01860	(dropped)		0.00398**	0.01776
EstCap	0.04629***	0.00804	0.04692***	0.00804	0.03409***	0.00893	0.04544***	0.00805
InREC	0.02553***	0.00381	0.02555***	0.00381	0.04025***	0.00643	0.02524***	0.00382
LIQ	-0.00224	0.00426	-0.00182	0.00427	-0.00270	0.00453	-0.00272	0.00428
ADR	-0.01666	0.04464	-0.01457	0.04466	-0.04091	0.05766	-0.01829	0.04468
da1	(dropped)		(dropped)		0.02069***	0.00788	(dropped)	
da2	0.01772***	0.00572	0.01759***	0.00573	0.03556***	0.00745	0.01821***	0.00573
da3	-0.01249**	0.00586	-0.01247**	0.00586	0.00342	0.00734	-0.01167**	0.00585
da4	-0.01814***	0.00597	-0.01810***	0.00597	-0.00045	0.00722	-0.01734***	0.00596
da5	-0.01903***	0.00602	-0.01904***	0.00602	-0.00414	0.00712	-0.01835***	0.00601
da6	-0.01026	0.00652	-0.01034	0.00653	(dropped)		-0.00905	0.00649
cons	-0.26871	0.05243	-0.27909	0.05521	-0.42855	0.08500	-0.21202	0.04957
R-sq		0.2650		0.2653		0.2810		0.2658
intra		0.1110		0.1106		0.1130		0.1087
entre		0.2336		0.2329		0.2771		0.2368

(a) EP=C.ORD1; (b) EP=C.TOT1; (c) EP=C.PREF1; (d) EP=C.ORD2,3; Ep é o Erro Padrão.

Significância dada por: *10%, **5% e ***1%.