

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM  
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

**CARLOS BOLÍVAR DE ASSUMPÇÃO JUNIOR**

**UM ESTUDO DO IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA  
RENTABILIDADE E *PERFORMANCE* DO ÍNDICE BRASIL (IBrX)**

**VITÓRIA**

**2008**

**CARLOS BOLÍVAR DE ASSUMPÇÃO JUNIOR**

**UM ESTUDO DO IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA  
RENTABILIDADE E *PERFORMANCE* DO ÍNDICE BRASIL (IBrX)**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Valcemiro Nossa

**VITÓRIA**

**2008**

A você, Mãe, que, mesmo não estando sempre perto de mim, sempre me ajudou, me incentivou e me acompanha em todos os meus momentos.

A você, Pai, que, longe de nossas vidas há tanto tempo, será, até o fim da eternidade, muito presente.

## **AGRADECIMENTOS**

As forças Divinas que iluminam e dão o caminho para a esperança e a fé, nesta finita jornada.

A FUCAPE, como instituição, que moldou em minha vida novas posturas que dão novas perspectivas para percorrer os caminhos do futuro.

A Lucieni Friber, que participou do processo inicial e apoiou nos momentos de muita indecisão e ansiedade, trazendo forças e esperanças.

A querida Amanda, por ser você, por tudo, sentando durante seus momentos de lazer para trabalhar com planilhas e acima de tudo pelo amor e paciência com que você fez. Obrigado Amor!

Ao profº Dr. Leonardo Lima, pela orientação e direcionamento inicial. Preciosa contribuição.

Ao Profº Orientador, Dr. Valcemiro Nossa, que sempre transmite simpatia, transmite um raro senso de colaboração e alegria, mostrando como se faz um trabalho com profissionalismo e rigor. Eternos ensinamentos. Obrigado Professor.

A Sylvania Nossa, que inesperadamente surgiu como um anjo, para ajudar em todos os detalhes de meu trabalho, com dedicação e paciência. Ensinou até planilha excel.... Obrigado Sylvania, sempre orarei por você.

Ao Profº Dr. Bruno Funchal, pelo exemplo de profissionalismo e pela preciosa orientação metodológica.

A Ana Rosa, Diana e Perla, que posso resumir: Alegria, educação e amizade. A todos funcionários da FUCAPE, em especial as moças que mantêm esse ambiente sempre limpo e agradável. E mais especial ainda: Biblioteca, muitíssimo obrigado.

Ao amigo Jaderson, por procurar tornar fácil o que era impossível naquele momento, obrigado.

À Idália, pela dicas e ajuda metodológica. Obrigado.

## RESUMO

Trata-se esta pesquisa de uma investigação empírica que objetiva verificar se a adoção das práticas de governança corporativa impacta o desempenho das ações (retorno e índice de Sharpe) das empresas que compõem o índice Brasil (IBrX) da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). As empresas selecionadas para o estudo foram separadas em dois grupos. O primeiro com as empresas de maior nota no índice de governança corporativa e o segundo, com as de menor nota de governança, conforme Silveira (2004). As notas de governança foram obtidas segundo a metodologia adotada por Silveira (2004), por meio de um questionário composto por 20 perguntas relativas à qualidade e melhores práticas de governança corporativa, e as respostas foram obtidas através de pesquisa nos *websites* de todas as empresas que integravam o Índice Brasil (IBrX), durante o período da pesquisa. As evidências foram encontradas por meio de regressão múltipla, com dados obtidos na base Econômica, para o ano de 2004 a 2007, e o índice Sharpe foi a variável dependente. Foram utilizadas duas variáveis de *performance*, dummy maior nota de governança (MAi) e dummy menor nota de governança (MEi); e quatro variáveis de controle, valor patrimonial da ação (VPA), tamanho da empresa (TAM), liquidez (LIQ) e endividamento (ENDIV). A relação entre dummy melhores notas (MAi) e *performance* (índice Sharpe) confirma que melhores práticas de governança corporativa promove impacto na *performance* das ações das empresas selecionadas. Portanto, confirma-se a hipótese, apresentada nesse trabalho, de que as práticas de governança corporativa impactam a rentabilidade e *performance* das ações das empresas listadas no Índice Brasil (IBrX). O presente estudo procurou contribuir e acrescentar para a discussão sobre o tema governança corporativa dada a importância do mesmo, dentro do contexto brasileiro de modernas práticas administrativas com foco no grupo Índice IBrX (IBrX 100 Bovespa). Este grupo representa as empresas com maior movimento no mercado acionário brasileiro, as quais, com as práticas de governança corporativa adequadas, podem, além de melhorar a *performance*, podem também contribuir para o melhor desenvolvimento econômico, institucional e social do país.

## **ABSTRACT**

This empirical investigation verifies whether the use of corporate governance practices has an impact on share performance (Sharpe's return and index) of the companies which form the Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) Brazil Index (IBrX). The companies chosen for the survey have been divided into two groups. The first one involves those with higher corporate governance index grades; the second one, those with smaller governance grades, according to Silveira (2004). Governance grades have been obtained following the methodology adopted by Silveira (2004), through a twenty question questionnaire on the best corporate governance practices and their quality; their answers have been reached after research in websites of all the companies belonging to the Brasil Index (IBrX), within the survey period. Evidences have been found through multiple regression, with Economatic data basis, for the 2004-2007 period; the Sharpe index was the dependent variable. Two performance variables: a dummy higher governance grade (MAi) and a dummy smaller governance grade (MEi); and four control variables: book value per share (VPA), size of the company (TAM), marketability (LIQ) and indebtedness (ENDIV) have been used. The relation between dummy better grades (MAi) and performance (Sharpe index) corroborates that better corporate governance practices cause impact on the chosen companies' share performance. Therefore, there is a confirmation of the introduced hypothesis: corporate governance practices do have an impact on rentability and performance of shares of companies listed in the Brazil Index (IbrX). This paper aims at contributing for and increasing the discussion about corporate governance due to its importance within the Brazilian modern management practices context focusing the IbrX Index (IBrX 100 Bovespa). Within the Brazilian sharing market, this group represents the most active companies and, if they adopt the proper corporate governance practices, such companies may contribute for the improvement of performance, as well as for Brazil's better economical, institutional and social development.

## **LISTA DE TABELAS**

|                                                                                         |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabela 1: Matriz de correlação Performance versus variáveis desempenho e controle. .... | 50 |
| Tabela 2: Regressão Performance x variáveis desempenho e controle. ....                 | 51 |

## LISTA DE QUADRO

|                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------|----|
| Quadro 1: Relação conceito e <i>proxy</i> das variáveis utilizadas..... | 47 |
|-------------------------------------------------------------------------|----|

## SUMÁRIO

|                                                                             |           |
|-----------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1 INTRODUÇÃO .....</b>                                                   | <b>10</b> |
| 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....                                                  | 10        |
| 1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA.....                                             | 16        |
| 1.3 OBJETIVO .....                                                          | 18        |
| 1.4 JUSTIFICATIVAS.....                                                     | 18        |
| <b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>                                          | <b>20</b> |
| 2.1 TEORIA DE AGÊNCIA .....                                                 | 20        |
| 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA .....                                            | 21        |
| 2.2.1 Evolução histórica .....                                              | 23        |
| 2.2.2 Mercado brasileiro.....                                               | 24        |
| 2.2.3 Conflitos de agência.....                                             | 26        |
| 2.3 REVISÃO DOS TRABALHOS EMPÍRICOS SOBRE ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA | 29        |
| <b>3 METODOLOGIA .....</b>                                                  | <b>32</b> |
| 3.1 HIPÓTESES.....                                                          | 32        |
| 3.2 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA .....                                         | 33        |
| 3.3 AMOSTRA: ÍNDICE BRASIL (IBRX).....                                      | 34        |
| 3.4 NOTAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CRITÉRIO PARA ADIÇÃO.....              | 37        |
| 3.4.1 Definição das maiores notas e menores notas .....                     | 42        |
| 3.5 ÍNDICE SHAPE: PERFORMANCE DA CARTEIRA ÍNDICE BRASIL.....                | 43        |
| <b>4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS.....</b>                             | <b>46</b> |
| 4.1 MODELO DA PESQUISA.....                                                 | 46        |
| 4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO.....                                               | 49        |
| <b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>                                         | <b>53</b> |
| 5.1 CONCLUSÕES .....                                                        | 53        |
| 5.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA .....                                            | 55        |
| <b>REFERÊNCIAS.....</b>                                                     | <b>56</b> |
| <b>APÊNDICE A: Notas gerais do índice de governança das empresas.....</b>   | <b>62</b> |

## Capítulo 1

### 1 INTRODUÇÃO

#### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O tema governança corporativa, têm no contexto atual, alta relevância para a discussão sobre desempenho e valor de mercado das empresas de capital aberto, já que é uma das mais importantes formas dos gestores apresentarem aos acionistas, clientes e ao mercado em geral, o modelo de gestão, a adequação às modernas práticas administrativas e a apresentação do desempenho da administração.

As empresas enfrentam diversos desafios para obter maior competitividade e posicionamento e, assim, conseguir maiores participações de mercado. Buscam um ciclo de desenvolvimento contínuo que lhes permita melhorar seu desempenho e, também, seu valor de mercado, sintonizadas com os princípios de governança corporativa que respondam às expectativas dos diferentes *stakeholders*. Para isto necessitam aprimorar seus elementos de controle e transparência, procurando, ainda, melhorar seus relacionamentos com os mercados e com os investidores de uma forma geral, pois são pressionadas pelo aumento da competição em seus segmentos de atuação, devido, entre outros motivos, ao processo de internacionalização da economia.

No atual contexto, têm-se observado que não somente os órgãos reguladores (a Comissão de Valores Mobiliários, no caso brasileiro), têm demandado maiores padrões de administração e transparência, mas também as firmas têm se envolvido em ações voluntárias de melhores práticas de governança corporativa. Esta

atividade das firmas tem como alvo principal a diferenciação dentro de seus segmentos e a busca por novos recursos dos investidores, como forma de avaliação pelo mercado.

A presente pesquisa busca contribuir com os estudos anteriores, sobre a relação entre as melhores práticas de administração e transparência e uma melhor *performance* das empresas, pesquisando o grupo representativo composto pelas 100 ações mais negociadas na bolsa de valores, ponderadas pelo valor de mercado (*performance*).

Encontra-se, hoje, um bom número de pesquisas nacionais e internacionais sobre governança corporativa que, podem trazer novas premissas e teorias, abrangendo diversos aspectos do tema. Becht *et al.* (2002) estudam governança corporativa e pesquisa de controle, observando a diminuição do monopólio de informações dos gestores e uma maior identificação de ineficiências nas firmas, com ênfase no mercado Europeu e Norte-Americano. Claessens e Fan (2002) apresentam uma visão geral das práticas e pesquisas sobre governança na Ásia, após a crise financeira da região, identificando uma limitada proteção aos acionistas minoritários e expropriação por parte dos acionistas majoritários e ressaltam a importância do desenvolvimento de qualidade de informações, como item de boas práticas de governança para o desenvolvimento de mercados. Dennis e McConnell (2003) fizeram uma revisão internacional sobre o tema, comparando os sistemas de governança entre países, pesquisando os mecanismos individuais de governança – particularmente a composição do conselho de administração e os direitos de propriedade – e ampliando o estudo para além da América do Norte, contribuindo com o estudo de fatores endógenos, concluindo que a partir de 2001 se observou

maior impacto dos diferentes sistemas legais sobre a estrutura e eficiência da governança.

Hermalin e Weisbach (2003) concentraram suas pesquisas nos mecanismos endógenos sobre governança corporativa, observando os fatores que afetam a composição dos conselhos de administração e como eles evoluem ao longo do tempo, contribuindo também com os estudos sobre o impacto do conselho de administração sobre as práticas de governança corporativa. Shleifer e Vishny (1997), inicialmente, promoveram uma visão geral sobre governança corporativa, ressaltando a importância da proteção jurídica aos investidores, e a concentração de propriedade em sistemas de governança corporativa global.

Pesquisas nacionais também têm sido produzidas, demarcando a evolução da governança corporativa no Brasil. Carvalho (2002) verificou recentes iniciativas e mudanças na regulação das práticas de governança corporativa no Brasil. Também fez estudos sobre a prática brasileira de governança e as práticas de economias mais desenvolvidas. O autor reviu a evolução do mercado brasileiro de capitais, com ênfase nos anos 90, observando a qualidade das práticas de governança corporativa e sua relação com a adição de valor das firmas.

Hallqvist (2002) estudou o primeiro código de melhores práticas de governança corporativa do Brasil, elaborado pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa). Consta de seu relato que algumas mudanças ocorridas nos anos noventa, como o aumento da competitividade decorrente da maior estabilidade econômica e da abertura de mercado, além de uma dificuldade maior na obtenção de financiamentos estatais, têm levado as empresas brasileiras a precisar de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais, necessitando de melhores sistemas de gestão.

Lethbridge (1997) e Siffert (1998) estudaram a revisão do debate internacional sobre governança corporativa, realizando comparações de governança brasileira com padrões de países mais desenvolvidos e analisando o controle das grandes empresas compartilhado com investidores institucionais, tanto nacionais como internacionais.

O tema Governança Corporativa obteve maior expressão após a série de escândalos corporativos financeiros, como os das empresas *Enron* e *Worldcom*, que evidenciaram conflitos de agência e fraudes contábeis, ocorridos no mercado norte americano, em meados do ano de 2001 e 2002. Desde então, esse tema passou a fazer parte das estratégias e preocupações de empresas, governos, investidores e instituições financeiras, em praticamente todos os mercados.

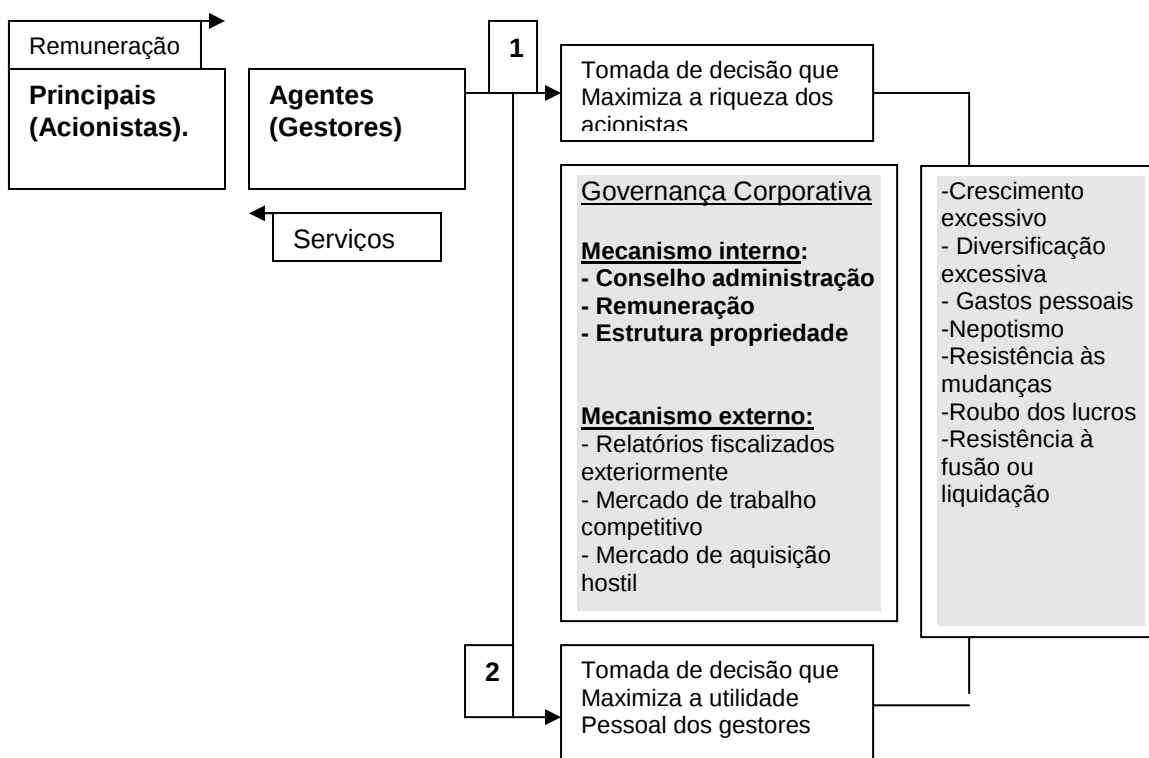
Para Silveira (2004), o principal conflito de agência nas empresas abertas acontece entre acionistas e gestores, em decorrência da estrutura de propriedade e delegação do poder de decisões, presente em boa parte das companhias abertas. Neste sentido, Jensen e Meckling (1976), argumentaram que se todos agem objetivando a maximização de suas utilidades pessoais, existem razões para se inferir que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. Dentre as diversas formas de expropriação por parte do agente, pode-se citar: compra ou venda de bens e serviços abaixo (acima) dos preços mercadologicamente ajustados ou regulados, investimentos insuficientes ou excessivos, nepotismo em posições-chave com gestão incompetente ou excessivamente remunerada e manipulação de dados contábeis estratégicos.

O entendimento da estrutura de controle e propriedade é fundamental, pois influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo, primeiramente, mostrando o grau de diversificação de risco dos acionistas e, depois,

demonstrando um potencial problema de agência na firma. Neste panorama, surgiu o instrumento governança corporativa que, sob a perspectiva de Shleifer e Vishny (1997, p. 737), refere-se ao “conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu capital”. Shleifer e Vishny (1997) destacaram alguns mecanismos, como a atuação do Conselho de Administração, o sistema de remuneração dos executivos, a estrutura de propriedade (posse de ações pelos gestores e conselheiros) e, externamente, como mercado de trabalho competitivo e relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente.

O mercado brasileiro apresenta uma extensa concentração de direitos de controle nas firmas, de acordo com os estudos de Valadares (2002) e Valadares e Leal (2000). O exame desses estudos focou o controle direto e indireto das estruturas empresariais e, posteriormente, o efeito em outros agentes. As evidências brasileiras anteriores foram apresentadas por Procianny (1994) e Procianny e Comerlato (2000), que examinaram as sucessões e observaram os conflitos de agência e as expropriações advindas, potencialmente, de uma alta concentração de direitos de voto.

Neste sentido, Jensen e Meckling (1976) argumentam que na relação entre principal (contratante) e agente (contratado), os custos de agência do tipo “perdas residuais” são expressas via decisões tomadas pelos agentes e que não são otimizadoras e muito menos maximizadoras da riqueza dos principais. Esse problema de agência dos agentes, com exemplos de tais decisões, é visto na Figura 1:



**Figura 1: Problema de agência dos gestores e governança corporativa.**

Fonte: Silveira (2004, p.14).

De acordo com Silveira (2004), na Figura 1, o agente recebe remunerações, do principal, em troca da prestação de serviços de gestão. O principal espera que o agente tome decisões do tipo 1, que maximizem sua riqueza. Porém, o autor verificou, em diversas análises, que os agentes tomam decisões do tipo 2, ou seja, que maximizam sua utilidade pessoal, o que representa um custo para a empresa derivado do problema de agência dos agentes. Ainda segundo o autor, esses custos podem ser representados por uma pequena parcela dos recursos corporativos (como despesas pessoais excessivas) até uma parcela mais significativa, podendo inclusive comprometer o desempenho de longo prazo de uma empresa (como diversificações danosas ou aquisições que gerem crescimento excessivo).

## 1.2 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA

Nos estudos sobre governança corporativa existe uma tendência para se partir da hipótese de que a aplicação dos pressupostos de governança influencia positivamente o desempenho de empresas que adotaram tal mecanismo, como o estudo de Gompers *et al.* (2003), que concluiu, usando dados do *Investor Responsibility Research Center* (IRRC), que firmas com maiores direitos assegurados aos *stakeholders*, garantidos por práticas de governança corporativa, apresentavam também maior retorno das ações listadas na Bolsa pesquisada. No contexto brasileiro, o aumento de investimentos estrangeiros, os processos de privatizações e um crescente número de empresas brasileiras ingressando em mercados internacionais têm motivado e ressaltado a adoção e real uso das práticas de governança.

No processo de estímulos para a implantação de modelos de governança nas empresas, destacam-se as iniciativas destacadas por Silveira (2004), tais como, a criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, a nova lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01), a regulamentação dos fundos de Pensão (resolução CMN 2.829/01), a ação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), o código de Boas Práticas de governança corporativa (IBGC) e as recomendações da Câmara de Valores Mobiliários sobre governança.

Todo este movimento de regulamentações e diretrizes expressa a preocupação de que a disponibilidade de capital para financiar processos produtivos depende da canalização maximizadora de recursos por parte dos agentes, gerando os retornos esperados pelos investidores.

Este é o modo como a Teoria de Agência é vista, neste trabalho, ou seja, foca-se o potencial de expropriar riqueza dos principais pelos agentes contratados ou, ainda, o conflito de agência nas empresas abertas brasileiras, que acontece entre acionistas controladores e minoritários, decorrente de um desenho estrutural concentrado.

Os investidores e os agentes de mercado recomendam às empresas a adoção de práticas para o aprimoramento da governança corporativa. Segundo Silveira (2002), o senso comum espera que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais recomendada pelos agentes de mercado obtenham melhores resultados e também sejam melhores avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada. Desta forma, parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado.

Lanzana (2004) destaca, dentro das práticas de governança corporativa, à abertura de informações (ou *disclosure*), como um fator crítico para o funcionamento do mercado, onde as empresas fornecem informações através de seus relatórios financeiros e análise e discussão por parte dos gestores, assim como outros documentos exigidos pelos órgãos reguladores. Adicionalmente destaca ainda esse estudo, as empresas envolvem-se em formas de comunicação voluntárias, tais como estimativas de resultados futuros, relatórios para a imprensa, *Sites* na internet e outros relatórios corporativos, destacando ainda os resultados positivos dessa prática na *performance* das empresas.

Adotando a definição de Shleifer e Vishny (1997) como partida para o tema governança corporativa, vai-se investigar a governança corporativa afeta o desempenho das ações das empresas, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo,

inseridas dentro do Índice Brasil (IBrX), que será adiante explicitado. Neste contexto, a pesquisa tem uma questão principal:

**A governança corporativa impacta a rentabilidade e a *performance* das ações das empresas?**

### **1.3 OBJETIVO**

Por decorrência das questões em estudo, tem-se como objetivo verificar se a governança corporativa impacta a rentabilidade e a *performance* das ações das empresas listadas na carteira teórica do Índice Brasil (IBrX). Para o atendimento do objetivo deste estudo comparou-se a rentabilidade e *performance* das empresas listadas na carteira teórica do Índice Brasil (IBrX) com maior e menor nota de governança corporativa.

### **1.4 JUSTIFICATIVAS**

O tema é relevante por ser disseminada no mercado, a hipótese de que as empresas que utilizam as práticas de governança corporativa, conseqüentemente têm seu desempenho afetado.

A governança corporativa cresce em paralelo ao aumento de empresas que abrem seu capital e o conseqüente aumento de investidores, os quais exigem maior garantia de que os gestores agirão de acordo com os interesses de todos os *stakeholders*. Dentro deste contexto, diversas empresas adotaram a governança corporativa, e passaram a buscar melhores desempenhos e visibilidade (HALLQVIST, 2002, p. 25).

Carlsson (2001) predisse que, se o século XIX foi uma época de empreendimentos e o século XX a época do gerenciamento, o presente século será

a era da governança corporativa, entendida por ele como a forma pela qual o poder será exercido em todas as companhias do mundo.

No âmbito nacional, consolidando a relevância do tema, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), em 2001, incluiu nas suas operações, uma classificação de “Níveis de Diferenciação de Governança Corporativa” das empresas. A classificação se deu em nível 1 ou 2, de acordo com o comprometimento da empresa com relação às práticas gerenciais e societárias.

Esta pesquisa enfoca o tema governança corporativa sob a perspectiva da teoria de agência. Ela será desenvolvida de forma mais generalizada, abrangendo as empresas listadas no índice Brasil (IBrX) da BOVESPA, no período de 2004 a 2007.

## Capítulo 2

### 2 REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 TEORIA DE AGÊNCIA

Os conflitos de agência ocorrem entre acionistas e gestores por causa de uma estrutura de propriedade pulverizada, presente em boa parte das empresas de capital aberto. A maior necessidade de aperfeiçoamento da governança corporativa e de seus principais instrumentos emergiu após sucessivos registros de ocorrências de expropriação de riquezas dos acionistas, por gestores, em empresas que apresentavam a estrutura pulverizada, ou por acionistas majoritários, em empresas que apresentavam estrutura de propriedade concentrada.

Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar uma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”. Se os dois lados agirem com foco na maximização das suas utilidades pessoais, existem razões para se acreditar que o agente não agirá de acordo com os interesses do principal.

Williamson (1996, p. 115) afirma que “a separação entre propriedade e controle é viabilizada por meio de contratos que limitam responsabilidades e estabelecem direitos para os agentes que integram a empresa”. Enquanto Pindick e Rubinfeld (1995, p. 608) relatam “que uma relação de agência existe sempre que houver uma relação de emprego, na qual o bem estar de alguém dependa daquilo que é feito por outra pessoa”.

Ainda nesta linha, de acordo com Hendriksen e Breda (1999, p.139), a teoria de agência busca explicar a relação na qual “o agente (gestor) compromete-se a realizar certas tarefas para o principal (proprietário), e este se compromete remunerar o agente”. Segundo Jensen (2001b, p.1) “a visão contratual se baseia na idéia de que a firma é um nexo de contratos entre clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de materiais e capitais”. A teoria de agência destaca que a relação entre principal e agente se dá em esferas diversas daquela entre proprietários e administradores e/ou acionistas e gestores.

Tirole (2006) apóia-se em dois conceitos para organizar um conjunto de formas de expropriação de acionistas pelos gestores da organização. A teoria dos jogos, que representa e prediz as estratégias de atores em situação de independência, mas cada um deles com objetivos próprios e a teoria da informação, que explica o uso estratégico, por esses atores, de informações privilegiadas. De uma forma geral, o gestor pode agir de forma independente, com uso inadequado de seu tempo, pode optar por investimentos extravagantes além dos níveis necessários, pode adotar a estratégia de entrincheiramento para proteger-se em seu cargo e pode obter benefícios privados do controle, causando com essas ações danos a estrutura de governança corporativa.

## **2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA**

A governança corporativa é definida sob a perspectiva da teoria de agência, já estruturada teoricamente por Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (2000) e Jensen (2001). Governança Corporativa é um tema abrangente. Mesmo ocorrendo em diversas dimensões, a análise pode ser centrada na estrutura de controle e propriedade das empresas, pois esta dimensão está intimamente ligada com as

demais, e segue a perspectiva da teoria de agência. Portanto governança corporativa pode ser vista sob o ângulo da separação entre propriedade e controle.

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que a estrutura de controle e propriedade é, junto com a proteção legal, um dos dois determinantes da governança corporativa. Para La Porta *et al.* (2000, p.3), “Governança corporativa é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos, sejam os gestores ou acionistas controladores”.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2001) destaca um, dentre os conceitos apresentados sobre o tema, o qual se reporta “a um conjunto de práticas e relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, cuja finalidade é otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital”.

Verificam-se ainda discussões de outros estudos que tratam do tema de forma não específica. Nessa lista insere-se o estudo de Martin (1987, p. 73), expondo que “a teoria de agência busca estipular quais são as regras contratuais, entre o(s) agente(s) e o controlador (es), e os necessários incentivos que induziriam ao comportamento ótimo, mesmo na presença de conflitos de interesse”.

Lanzana (2004) aborda a governança corporativa, sobre o enfoque de *disclosure*, que é tratado em seu estudo como transparência e facilidade de obtenção de informações, sendo tratada como essencial para a avaliação das oportunidades de investimentos pelos agentes econômicos, na medida em que reduz a assimetria de informações, otimizando a tomada de decisão e as práticas de governança corporativa.

### 2.2.1 Evolução histórica

Governança corporativa abrange uma extensa área de conhecimentos e pesquisa, incluindo economia, finanças e direito. Trata-se de uma recente movimentação no mercado empresarial e na academia, sendo o final dos anos oitenta o marco de intensificação e reconhecimento da necessidade de novos e mais eficientes instrumentos de gestão e co-gestão das empresas.

O surgimento da governança corporativa se deu nos Estados Unidos da América, em meados da década de oitenta, respondendo a diversos casos de abuso de poder e latente expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos executivos, que, naquele contexto, eram absolutos nos conselhos de administração.

Carlsson (2001, p.25) ressalta o pioneirismo do fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, *Calpers (Califórnia Public Employees Retirement System)*, na alavancagem do movimento de governança corporativa nos EUA. O fato motivador deste movimento foi a recusa de uma oferta de compra da Texaco, em 1984, pelos seus executivos, o que teria prejudicado seriamente os investidores, demonstrando um clássico caso de defesa dos seus empregos por parte dos executivos.

Este pioneirismo, transformado em ativismo por diversos investidores, originou diversas mudanças nas práticas de governança corporativa de um significativo percentual de empresas americanas, já na década de noventa. Um dos resultados disto foi o aumento do número de membros independentes nos conselhos e um notável aumento de demissões de gestores devido a desempenhos insatisfatórios.

Hoje, o tema governança corporativa é determinante na avaliação de uma empresa e de sua gestão, e este contexto é derivado do mercado de capitais dos Estados Unidos, em 2002. Naquele cenário, o mundo empresarial teve conhecimento que empresas americanas, tais como Xerox, Enron e Worldcom, apresentavam sérios problemas de conflitos de agência, evidenciados por diversas fraudes na gestão das mesmas. Isto prejudicou milhares de investidores e *stakeholders* diversos, levando ao direcionamento para uma reestruturação local do mercado americano e servindo de exemplo para países emergentes, inclusive o Brasil.

### **2.2.2 Mercado brasileiro**

No Brasil, conforme Lameira (2001, p. 14), no início da década de noventa, a governança corporativa já tinha fontes para reconhecer e elaborar um código de melhores práticas. Segundo Lameira (2001, p.18), o IBCG (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) usou como fontes iniciais para estruturar suas pesquisas, o estudo de Holly Gregory e Elisabeth Forminard, *Internacional Comparison of Board "Best Practices"*, publicado em 1998, discutindo sobre adequação de normas ao contexto.

As análises do IBGC (2001) e Silveira (2002) desenharam um mapa da governança corporativa das empresas brasileiras abertas, listadas na Bolsa de Valores, que é expresso da seguinte forma, quanto ao conselho de Administração e a Estrutura de Propriedade:

- a. Alta concentração das ações ordinárias (direito a voto);
- b. Alta emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);

- c. Alta concentração de empresas controladas por Administração Familiar ou por poucos investidores;
- d. Acionistas Minoritários poucos ativos e não reconhecidos em seus interesses;
- e. Alta sobreposição entre propriedade e gestão, ressaltando o interesse dos Controladores;
- f. Papéis não definidos claramente entre conselho/diretoria gestora, em especial nas empresas familiares;
- g. Sistemas informais de tratamento das questões específicas diversas;
- h. Conselheiros profissionais escassos.

A principal característica do modelo brasileiro de governança é a alta concentração de ações com direito a voto, evidenciada pela rara quantidade de empresas com controle pulverizado. Esta característica ocasiona, evidentemente, a alta emissão de ações preferenciais, sem direito a voto, o que permite o controle da empresa por majoritários, potencializando a expropriação da riqueza dos detentores das ações preferenciais.

Silveira (2004) destacou a abertura do mercado e o conseqüente aumento da competitividade, e a estabilidade econômica dos últimos anos, no Brasil, levando as empresas abertas a buscar, de forma crescente, os mercados de capitais. Assim, as práticas de governança têm sido aprimoradas por instituições, buscando equalizar as situações dos acionistas minoritários e demais aspectos da boa governança, com iniciativas de normatização, tais como:

- a. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, criado em 1995;

- b. Lei nº. 10.303, de 31 de outubro de 2001 (Lei da SAs.);
- c. instituição dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa e do Novo mercado, pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa);
- d. estipulação, pelo BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), de práticas de boa governança corporativa, como requisito para a concessão de financiamentos.

Hallqvist (2002, p. 25), enfatiza que as mudanças ocorridas nos anos noventa, como o aumento da competitividade e a dificuldade de obtenção de financiamento estatal, têm levado as empresas brasileiras a uma necessidade crescente de acesso aos mercados de capitais nacionais e internacionais. Já Silveira (2002, p.78) assegura que, “esta necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível tem motivado as empresas a adotarem novas práticas de governança corporativa, pressionando o atual modelo de governança brasileiro”, principalmente nos aspectos de maior consideração aos interesses dos acionistas minoritários, maior transparência das informações ao mercado e profissionalização dos conselhos de administração.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o entendimento concernente às melhores práticas de governança é indicar a todos os tipos de empresas, abertas ou de capital fechado, procedimentos que melhoram o desempenho e facilitam o acesso ao capital fomentador (IBGC, 2007 p. 9).

### **2.2.3 Conflitos de agência**

O tema conflitos de agência é abordado em pesquisas tanto nacionais quanto internacionais sobre governança corporativa. Neste sentido Alchian e Demsetz

(1972) desenvolveram um estudo sobre o problema do oportunismo decorrente da dificuldade de mensuração do desempenho e de atribuição de responsabilidades específicas em uma produção em equipe. De acordo com esses autores, a firma serve para lidar com os problemas criados pelos conflitos de interesse entre os participantes de uma equipe. Este argumento baseia-se em duas hipóteses: (1) a cooperação é mais produtiva quando alcançada através de uma equipe organizada e não por meios individuais ligados por mercados impessoais; (2) uma equipe organizada exacerba o problema da mensuração de desempenho e da atribuição de responsabilidade dos membros da equipe, em relação ao sucesso ou fracasso do esforço conjunto e participativo.

Berle e Means (1932) elaboraram um trabalho em que apresentavam evidências empíricas referentes à concentração de propriedade e abordavam questões a respeito da separação do direito de propriedade e controle do capital, observada em grandes corporações norte-americanas, uma relação inversa entre a pulverização da concentração das ações e o desempenho corporativo.

O problema de agência sendo um elemento essencial da visão contratual da firma foi desenvolvido por Coase (1937), Alchiam e Demsetz (1972), e Fama e Jensen (1983). Jensen (2001, p.33) assevera: “é claro que, dada à ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos”, assim investidores e gestores têm que tomar decisões não previstas nos contratos, ou seja, decisões residuais.

Zingales (1998, p.16) expôs que não haveria necessidade do debate sobre governança caso estivéssemos em um mundo onde todas as contingências futuras pudessem ser descritas *ex ante*, nos contratos. Enquanto Eisenhardt (1989) afirmava que, em geral, a teoria de agência, oferece uma visão única dentro dos

sistemas de informação das firmas, excluindo-se incentivos e riscos incertos. O trabalho busca dirimir dúvidas principais e incentivar estudos generalistas para maiores aplicações da teoria. Por outro lado, Williamson (1975), estudando a integração vertical, declarou que a produtividade da mesma, está relacionada à habilidade de reduzir gastos relacionados à proteção das partes, em função de comportamentos oportunistas.

Registros de expropriação de riquezas dos acionistas por gestores, por acionistas majoritários ou controladores sobre acionistas minoritários, decorrem do problema de agência dos gestores que, com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não os interesses dos acionistas tomam decisões contrárias aos interesses dos grupos contratantes. Compreender a estrutura de controle e propriedade é fundamental, pois influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo, primeiramente mostrando o grau de diversificação de risco dos acionistas e, depois, demonstrando um potencial problema de agência na gestão da empresa.

Jensen e Meckling (1976, p.308), percebem o contrato como um processo envolvendo uma ou mais pessoas – o principal – delegando a outra pessoa – o agente – autorização para desempenhar alguma tarefa em lugar delas, podendo o agente, inclusive, tomar decisão pelo principal. Considerando que ambas as partes procuram maximizar suas utilidades pessoais, o agente, provavelmente, nem sempre agirá em favor do principal.

A essência do problema de agência é o conflito de interesses, possibilitado pela separação entre propriedade e controle. Assim os acionistas e os investidores precisam garantir que recursos não sejam expropriados ou perdidos em projetos inviáveis, numa primeira análise. Nossa, Kassai e Kassai (2000, p. 4) tratam este

principal como a figura de um sujeito ativo e o agente, como o sujeito passivo, identificando seus principais conflitos, custos de agenciamento, principais tipos de controle e incentivos para sua minimização, além de estabelecerem uma relação entre esta teoria e a contabilidade.

No cenário analisado neste estudo, a discussão sobre governança corporativa, mais especificamente sobre a necessidade de refinar seus instrumentos, emergiu como redutora dos efeitos nocivos dos conflitos de agência. Assim, o entendimento de governança corporativa inicia-se com a compreensão de como ocorrem os problemas de agência nas empresas e quais processos poderiam ser utilizados em sua erradicação ou minimização.

### **2.3 REVISÃO DOS TRABALHOS EMPÍRICOS SOBRE ÍNDICES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Governança corporativa é um tema amplo e envolve economia, finanças e direito. Os movimentos em torno do assunto são recentes, *a priori* no mercado empresarial e, em seguida, na academia, obtendo maior impulso entre as décadas de 1980 e 1990. Zingales (1998, p.1) sublinha que o próprio termo governança corporativa não existia na literatura de administração de empresas no início dos anos oitenta.

Leal e Carvalhal da Silva (2005) investigaram o relacionamento entre o índice de qualidade das práticas de governança corporativa e o valor de mercado e *performance*. Os dados referiram-se ao período de 1998-2002, indicando que menos de 4% das firmas Brasileiras tinham boas práticas de governança corporativa. Aquelas com os melhores índices de boas práticas de governança tinham tido um maior desempenho de valor de mercado, medido pelo Q de Tobin, e melhores

performances nas operações, analisando o retorno sobre os ativos. Estudos similares sobre a Coréia do Sul, em Black *et al.* (2003), e sobre a Suíça, em Beiner *et al.* (2004), mostram conclusões similares.

Carvalho (2002) e Srour (2002) apresentam evidências de que as firmas com melhores práticas de governança corporativa possuem melhor valor de mercado ou perdem menos valor em tempos de crises, como o período posterior aos ataques terroristas aos Estados Unidos da América, em 2001. Esses estudos analisaram e compararam firmas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo como empresas classificadas no “Novo Mercado”, ou as classificadas no nível 2 de governança. Os resultados, em ambos os estudos, requerem um melhor compromisso, em termos de transparência e direitos dos acionistas minoritários.

A relação entre características de governança corporativa e desempenho das empresas partiu da premissa que a principal responsabilidade dos dirigentes empresariais seria adicionar valor para o acionista, majoritário e minoritário. Esta idéia está sendo, cada vez mais, aceita e multiplicada no meio empresarial atual.

Assim, o objetivo financeiro das organizações, segundo Ward (1996, p. 1) é:

[...] criar valor para o acionista. Consequentemente os elementos diferenciais contidos nas declarações de missão e nos objetivos corporativos de longo prazo relacionam-se com os modos (isto é, com os “como”) mediante os quais esse valor para o acionista deve ser criado sobre uma base sustentável.

As mudanças na composição e perfil das empresas e do mercado Brasileiro incitaram novas pesquisas sobre o tema, como a de Siffert (1998) que relata a mudança da propriedade nas firmas Brasileiras, entre 1990 e 1997, com menos empresas familiares e governamentais, e mais capital estrangeiro e firmas controladas, sob práticas de governança corporativa.

Estudos recentes analisaram a relação entre qualidade de governança corporativa, *performance* e valor das firmas. Black, Jang e Kim (2003), Klapper e Love (2003), Drobetz, Schllhofer e Zimmermann (2004), Beiner, Drobetz, Schmid e Zimmermann (2004), construíram uma visão geral baseada nos índices de governança corporativa e reportaram que as firmas com os melhores níveis de governança corporativa, são associadas com as formas que apresentam as maiores valorações.

Pesquisando a importância da governança corporativa em mercados desenvolvidos e em mercados emergentes, e sugerindo um relacionamento empírico entre a proteção ao investidor e os controladores acionistas sobre o valor da empresa, La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) concluíram que uma melhor prática de governança corporativa, com melhor proteção ao acionista, está associada a um maior valor dos ativos das firmas. Leal (2006) afirma que, particularmente, em mercados emergentes e no Brasil, onde a proteção ao investidor não é completa, a qualidade das práticas de governança corporativa parece estar positivamente relacionada com o valor da firma.

## **Capítulo 3**

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 HIPÓTESE**

A teoria da agência fundamenta a realização das hipóteses deste estudo. A teoria espelha uma interpretação e a hipótese, por sua vez, é verificável experimentalmente. Busca-se, através do teste de hipótese, rejeitar ou não a sua validade para determinado cenário.

Os estudos sobre governança corporativa estão ganhando, cada vez mais, novas ramificações e importâncias, gerando novos entendimentos e aplicações como, por exemplo, relação entre governança, valor da empresa e práticas sustentáveis. Esse entendimento em torno de governança corporativa, conforme Silveira (2002) se justifica pela hipótese de que o assunto é importante para o desempenho e valor das empresas. Como este é o questionamento da pesquisa, justifica-se a contribuição para o tema dentro do campo de administração de empresas no Brasil. A adoção de melhores práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras poderia, caso confirmada a hipótese de sua importância, ser útil para ajudá-las a se tornar mais eficientes, e para desenvolver o mercado de capitais brasileiro.

Com o apoio do argumento exposto, o estudo desenhou duas hipóteses sobre o tema, buscando uma relação possível entre os fenômenos investigados, validando, complementando ou, mesmo, negando a teoria formulada. A hipótese formulada é:

**H<sub>1</sub>: As práticas de governança corporativa impactam positivamente a rentabilidade e *performance* das ações das empresas listadas no Índice Brasil (IbrX).**

### **3.2 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA**

Trata-se este estudo de uma pesquisa empírica. Conforme define Martins (2000), entende-se por metodologia científica os instrumentos e as técnicas utilizadas que direcionam o trabalho a ser executado pelo pesquisador. A realização da pesquisa foi *ex post facto*, em que investigações empíricas otimizaram o propósito de relacionar a adoção e a prática de governança corporativa aos indicadores financeiros das empresas abertas, listadas na Bovespa, no índice supracitado. A fundamentação é em bases de dados empíricos, em abordagem positiva e em procedimentos estatísticos, via indicadores qualitativos, relacionados à adoção das boas práticas da governança, e quantitativos, que verificam as relações entre as variáveis.

A base de dados da pesquisa é formada por empresas de capital aberto, listadas no Índice Brasil (IBrX) da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo-SP), com os dados, referentes ao valor de mercado das ações e informações contábeis, colhidos de forma secundária, na base de dados Economática e no *Website* de cada empresa pesquisada. A escolha do Índice Brasil (IBrX) foi motivada pela suposição de que este índice, sendo composto pelas 100 empresas de maior liquidez, apresentaria as melhores práticas de governança corporativa, não se rejeitando a hipótese proposta.

### 3.3 AMOSTRA: ÍNDICE BRASIL (IBRX)

No presente estudo, a pesquisa sobre práticas de governança corporativa, *performance* e rentabilidade, foi sobre as empresas que compõem o PIBB (Papéis Índice Brasil Bovespa), no caso o IBrX 100. Esse grupo foi escolhido por se tratar de um grupo composto pelas 100 empresas abertas brasileiras de maior liquidez, e por sua importância na economia brasileira, supondo-se que há em suas práticas de governança corporativa, fatores de convergência relativos à transparência, *performance* e inserção nos novos padrões de gestão, difundidos pela Bovespa.

A amostra partiu inicialmente da seleção das 100 empresas listadas na Bovespa, pesquisa no *website* dessas empresas e coleta de dados na base de informações Econômica. Após a pesquisa na base Econômica, selecionou-se entre as ações das empresas, as de maior liquidez, resultando em uma amostra de 81 empresas.

Em relação à definição do período trabalhado, o presente estudo utilizou o intervalo entre os anos de 2004 e 2007.

De acordo com a metodologia elaborada pela Bovespa para a seleção e a composição da carteira denominada IBrX 100, apresenta-se, neste tópico, a definição e esta metodologia, extraídas do *website* da Bovespa, divididas em: ações elegíveis para o índice; vigência da carteira; critérios de ponderação; cálculo do índice e procedimentos para os cálculos quadrimestrais. Para a Bovespa (2007, p. 1), o Índice Brasil (IBrX) é um:

índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado.

De acordo com a Bovespa (2007), o Índice IBrX 100 é composto por 100 papéis escolhidos em uma relação de ações classificadas em ordem decrescente por liquidez, de acordo com seu índice de negociabilidade medido nos últimos doze meses, observados os demais critérios de inclusão:

- a. estarem entre as 100 melhores classificadas quanto ao seu índice de negociabilidade, apurados nos últimos doze meses anteriores à reavaliação;
- b. terem sido negociadas em, pelo menos, 70% dos pregões ocorridos nos doze meses anteriores à formação da carteira.

A carteira teórica do índice terá vigência de quatro meses, vigorando para os períodos de janeiro a abril, maio a agosto e setembro a dezembro. Ao final de cada quadrimestre, a carteira será reavaliada, utilizando-se os critérios integrantes desta metodologia. O IBrX mede o retorno de uma carteira teórica composta pelos papéis que atenderem a todos os critérios discriminados anteriormente, ponderados pelo seu respectivo valor de mercado no tipo pertencente à carteira. Para cálculo do valor de mercado no tipo serão consideradas as ações disponíveis para negociação, ou seja, serão excluídas as de propriedade do controlador.

A base do IBrX foi fixada em 1.000 pontos para a data de 28 de dezembro de 1995 e sua divulgação teve início em 02 de janeiro de 1997. Para adequar-se à base inicial, o valor de mercado da carteira foi ajustado por um redutor (coeficiente de ajuste), designado por  $\alpha$  na fórmula do índice. Isto é,

$$\text{Índice Inicial} = \frac{\text{Valor da Carteira}}{\alpha} = 1000 \quad (1)$$

O redutor do índice é revisto, sempre que necessário, para se efetuar alteração, inclusão ou exclusão de ações na carteira, à época de seu cálculo

periódico, ou quando ocorrerem ajustes decorrentes de proventos/eventos promovidos pelas empresas. O peso específico de cada ação no índice poderá alterar-se ao longo da vigência da carteira, em função da evolução dos preços de cada ação e/ou da distribuição de proventos pela empresa emissora.

Quando da distribuição de proventos por empresas emissoras de ações pertencentes ao índice, efetuar-se-ão os ajustes necessários de modo a assegurar que o índice reflita, não somente as variações das cotações da ação, como também o impacto da distribuição de proventos. Em função desta metodologia, o IBrX – Índice Brasil é considerado um índice que avalia o retorno total das ações componentes da carteira.

A Bovespa calcula o IBrX em tempo real, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado à vista (lote – padrão) com ações componentes de sua carteira.

Nos cálculos quadrimestrais, que define as empresas que entrarão no índice e as que deixarão o índice, são adotados os seguintes procedimentos: ocorrerá após o encerramento do último pregão do quadrimestre e tomará como base o índice de fechamento desse dia. Concluída a seleção das empresas (na ação/tipo) que integrarão a carteira para o próximo quadrimestre, é calculado, para cada empresa/ação no tipo, o seu respectivo valor de mercado – produto da multiplicação do número de ações de sua emissão disponíveis para negociação pelo seu preço de fechamento – procedendo-se, a seguir, a somatória de todos esses valores. Assim, será calculado o valor econômico da nova carteira, utilizando-se os preços de fechamento de mercado do dia.

O redutor ajustado para a nova carteira é apurado pela divisão do valor econômico, calculado conforme indicado no item, pelo índice de fechamento do

quadrimestre. O ajuste no redutor busca garantir a continuidade do índice, permitindo que o número de pontos do índice não se altere em decorrência do novo cálculo. Assim se assegura que tanto a divisão do “novo valor de mercado” da carteira teórica do índice pelo novo divisor, quanto à divisão do “valor de mercado da carteira teórica anterior” pelo seu respectivo divisor, resultem no mesmo índice em pontos.

### **3.4 NOTAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: CRITÉRIO PARA ADIÇÃO**

Existe um crescente número de novos estudos que usam índices, obtidos por meio de questionários. Patel *et al.* (2002) estudou transparência e índice de *Disclosure*, trabalhando com índice da Standard and Poor's, usando 98 questões do tipo verdadeira e falsa. Bauer *et al.* (2004) usaram um índice de práticas de governança corporativa para as companhias dentro do índice Eurotop 300.

Como proximidade para mensurar a qualidade da Governança Corporativa, usou-se, nesse estudo, o índice de governança corporativa (Silveira 2004) para as empresas selecionadas, sendo escolhido por melhor retratar as práticas de governança corporativa dentro do contexto brasileiro. É composto por um conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas. As respostas foram, exclusivamente, a partir de dados secundários, colhidos no *Website* de cada uma das 100 empresas que compõem o Índice IBrX100 da Bovespa, durante o período de 10/06/2007 a 15/06/2007. Cada resposta positiva adicionou um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança corporativa de 0 a 20 (SILVEIRA, 2004, p. 98).

Foram consideradas quatro dimensões que avaliam as práticas de governança corporativa: acesso às informações; conteúdo das informações;

estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. As perguntas desse índice serão apresentadas e explicadas a seguir (SILVEIRA, 2004, p. 217).

O questionário a seguir apresenta as 20 perguntas do índice de governança elaborado por Silveira (2004), divididas em categorias de acesso e conteúdo das informações (questões 1 a 10), em que as empresas podem mostrar seus sistemas de governança, comunicação e transparência. Nas questões (11 a 20), ressalta-se o processo de decisão da gestão por intermédio dos conselhos de Administração e dos controladores detentores de ações.

**Pergunta 1:** É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via internet? **Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que possibilitam aos investidores a leitura do seu Relatório Anual por meio de acesso remoto.

**Pergunta 2:** O *website* dispõe de documentos referentes à governança corporativa, tais como: explicações do modelo de governança da companhia, código de boas práticas de governança corporativa da empresa, regimento interno do conselho de administração ou política de negociação de valores mobiliários? **Pontuação** – Atribuído um ponto às empresas que divulgam, voluntariamente, documentos explicando seu modelo de governança corporativa. Não foi atribuído ponto às empresas que divulgam documentos, isoladamente, como política de divulgação de informações ou estatuto social, pois são documentos obrigatórios pela instrução 391, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A essência da questão é avaliar se as empresas formalizam e divulgam publicamente suas práticas de governança.

**Pergunta 3:** O *website* dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa? **Pontuação** –

atribuído um ponto às empresas que disponibilizam apresentações para analistas, em seu *website*, ou que disponham de alguma área, no website, com dados que possibilitem melhores projeções operacionais e financeiras. É importante ressaltar que somente foi atribuído ponto às empresas com dados atualizados, com períodos menores do que um ano.

**Pergunta 4:** O *website* é bilíngüe e possui uma seção de relações com investidores? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas que possuem, de forma clara, uma seção de relações com investidores e, também, que disponibilizam todas as informações no *website* em inglês.

**Pergunta 5:** Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa. **Pontuação** – não foi atribuído ponto às empresas cujo pesquisador teve que entrar em contato direto, via telefone ou que obteve informações via e-mail.

**Pergunta 6:** O relatório anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas que possuem uma seção específica, no Relatório Anual, abordando o tema governança corporativa, apresentando informações relevantes, além dos nomes dos diretores e conselheiros e da estrutura de propriedade de estrutura.

**Pergunta 7:** O relatório anual ou o *website* explica a remuneração global dos executivos? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas que explicam, de forma quantitativa ou qualitativa, o pacote de remuneração oferecido aos executivos e conselheiros, a política de remuneração baseada em metas ou em distribuição de ações.

**Pergunta 8:** Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP (princípios contábeis internacionalmente aceitos)? **Pontuação** – foi atribuído um ponto às empresas que divulgaram os balanços em US-GAAP (princípios contábeis geralmente aceitos nos Estados Unidos), além da demonstração obrigatória, de acordo com os princípios contábeis Brasileiros.

**Pergunta 9:** O relatório anual, *website*, ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)? **Pontuação** – um ponto às empresas que apresentaram, claramente, no *website* ou no Relatório Anual, uma seção com estimativas de resultados financeiros futuros. Deve ser ressaltado que o ponto foi atribuído às empresas que alertaram explicitamente sobre a incerteza de eventos futuros, observando que se tratavam apenas de estimativas.

**Pergunta 10:** O relatório anual, *website*, ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio com base em alguma medida de lucro econômico? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas que apresentaram, claramente, no *website* ou no relatório anual, o valor adicionado/destruído pelo negócio com base em alguma medida que levasse em conta o montante de recursos investidos nas operações da companhia e o custo de oportunidade desses recursos, incluindo o custo do capital próprio.

**Pergunta 11:** Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas que identificaram o presidente do conselho como uma pessoa distinta do diretor executivo da empresa.

**Pergunta 12:** A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas que apresentaram um conselho de administração com cinco a nove membros.

**Pergunta 13:** Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos? **Pontuação:** ponto atribuído às empresas que apresentaram um conselho de administração com proporção de conselheiros não executivos (externos) maior que 80%.

**Pergunta 14:** O conselho de administração possui mandato unificado de um ano? **Pontuação** – ponto atribuído às empresas que apresentaram, claramente, um mandato unificado de um ano para os conselheiros. Não foi realizada uma análise sobre os critérios de reeleição dos conselheiros.

**Pergunta 15:** A empresa possui acordo de acionistas? **Pontuação** - foi atribuído um ponto às empresas que não apresentam acordo de acionistas.

**Pergunta 16:** A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)? **Pontuação** – foi atribuído um ponto às empresas que possuem apenas ações ordinárias emitidas.

**Pergunta 17:** As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações? **Pontuação** – Foi atribuído um ponto às empresas que apresentaram uma proporção de ações preferenciais inferior a 50% do total de ações emitidas pela empresa. Percentual definido com base no limite estabelecido pela lei 10.303/01.

**Pergunta 18:** O(s) controlador (es) possui (em) menos que 70% do total de ações ordinárias? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas cujo(s) controlador (es) possui (em) menos que 70% do total de ações ordinárias.

**Pergunta 19:** O excesso de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas cuja variável DIF (diferença entre o percentual de ações ordinárias e o percentual do total de ações em posse dos controladores) fosse inferior a 23%.

**Pergunta 20:** A empresa concede *tag along* aos detentores de ações preferenciais? **Pontuação** – atribuído um ponto às empresas que concedem voluntariamente *tag along* aos detentores de ações preferenciais

### 3.4.1 Definição das maiores notas e menores notas

Utilizou-se essa pesquisa, de um questionário de índice de governança corporativa (SILVEIRA, 2004), sendo escolhido por ser concernente a esse trabalho de pesquisa, pois esse questionário apresentava as dimensões consideradas importantes pela literatura para avaliar as práticas de governança corporativa: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. Obteve-se assim uma mensuração da qualidade de governança corporativa junto às 100 companhias pesquisadas, de forma secundária.

Calculou-se as notas, classificadas de 0 (zero) a 20 (vinte), obtidas por meio de respostas binárias. Caso a resposta fosse 0 (zero), significando a resposta “não” ao questionamento, não se atribuíu ponto àquela pergunta. Se fosse 1 (um), significando a resposta “sim”, se atribuíu um ponto à pergunta. Estas respostas foram obtidas, exclusivamente, de forma secundária.

As notas de governança corporativa resultantes desse questionário foram classificadas como: menores - as mais próximas de zero; e maiores - as mais próximas de vinte.

Gompers *et al.* (2006), desenvolveram um índice com 24 questões, sobre governança corporativa. Se a resposta à pergunta fosse “sim”, eles interpretavam como sendo de boa prática de governança e atribuíam a nota “1”; se fosse “não”, consideravam o contrário e atribuíam a nota “0”. Nesta mesma linha, Leal (2004) elaborou uma pesquisa, para o período 1998-2002, com uma amostra de 131 empresas de capital aberto, listadas na Bovespa, através um questionário de 15 questões. Tais questões foram divididas em quatro categorias - transparência, composição acionária, propriedade e estrutura funcional, e direitos dos acionistas - e também classificadas por notas “0” e “1”.

### **3.5 ÍNDICE SHAPE: PERFORMANCE DA CARTEIRA ÍNDICE BRASIL**

A premissa básica do processo de tomada de decisão em investimentos financeiros envolve a avaliação das expectativas de retorno e dos riscos dessas expectativas. Por tal motivo, assegura-se que esse processo de decisão consiste na avaliação do nível de eficiência entre o retorno esperado e o nível de risco de determinadas carteiras ou Portfólios. Criado por Sharpe (1966), ele é um dos indicadores mais utilizados na avaliação de fundos de investimento devido à sua sistemática simples. Ele expressa a relação Retorno/Risco, informando se o fundo oferece retorno compatível com o risco que se expõe o investidor. O conceito de risco associado a esse processo é denominado risco de mercado e é representado pela expectativa de variabilidade dos retornos em relação ao retorno médio,

podendo ainda ser definido como o grau de dispersão em torno do retorno médio, ou seja, o conceito de desvio-padrão.

A importância desse índice, amplamente usado por acadêmicos e analistas de mercado, para a presente pesquisa é fundamentada pelo fato de o estudo ser sobre *performance*, e o Índice Sharpe controlar, em sua essência, *performance* pelo risco, convergindo com os princípios da pesquisa o desempenho das empresas, suas valorações e o conseqüente reconhecimento pelos investidores e pelo mercado, que buscam minimizar riscos, optando por empresas que utilizam os instrumentos da boa governança corporativa.

Com base nessa metodologia, Amaral, Barros e Melo (2004) avaliaram a *performance* dos fundos de pensão brasileiros verificando se os maiores fundos, com melhores técnicas de gestão, obtiveram melhores retornos baseados nas carteiras de renda variável no período de 1999 a 2001 e concluíram que os maiores fundos não se sobressaem aos menores, com base no índice de Sharpe. Accorsi e Decourt (2004) avaliaram com o uso do índice de Sharpe, a *performance* dos seis maiores fundos multimercados no período de setembro de 2001 a agosto de 2003 concluindo que todos conseguiram superar a rentabilidade do CDI.

Varga (2001) aponta algumas recomendações no uso do índice de Sharpe, e dentre elas, o uso da taxa livre de risco, que compõe o cálculo do índice Sharpe. A escolha dessa taxa Ainda é uma discussão acadêmica não consensual. No mercado americano a taxa utilizada é a do título do governo de 10 anos. No Brasil, os praticantes se dividem entre a taxa básica dos títulos públicos federais, a taxa de juros da poupança e a taxa SELIC (Sistema Especial de Liquidação e Custódia). Varga (2001) aponta a taxa SELIC como a taxa livre de risco mais adequada, por se encontrar próxima da taxa de certificado de depósito interbancário (CDI), conforme

demonstra em seu estudo, e foi a taxa usada no presente estudo para cálculo do Índice Sharpe.

Fortuna (2005) reporta que o Índice Sharpe

expressa a rentabilidade média excedente por unidade de risco total da carteira. A rentabilidade média excedente é entendida como a diferença entre a rentabilidade média da carteira sob análise e a rentabilidade proporcionada pelo ativo livre de risco, ou pelo ativo que representa a média do mercado.

Dalmácio (2004) analisou a relação entre a remuneração atribuída às instituições administradoras dos fundos de investimento e a *performance* (risco x retorno) desses mesmos fundos, utilizando entre outros o índice Sharpe, indicado como o melhor para avaliação de risco x retorno, segundo o Guia dos Melhores Fundos de Investimento de 1998.

Neste estudo o índice Sharpe foi calculado para as empresas definidas como aquelas que obtiveram as maiores notas de governança e os maiores índices Sharpe, e também aqueles que obtiveram as menores notas de governança e índices Sharpe. Quanto maior o índice Sharpe de cada empresa listada no grupo IBrX 100, maior o retorno, pela variação positiva, onde O Índice Sharpe, conforme Bernstein e Damodaran (2000, p. 338), “é igual ao retorno médio aritmético de uma carteira, superior a taxa de juros isenta de risco, tudo dividido pelo desvio padrão”.

$$S_p = \{(AR_{p,1,T+1}) - RF_{1,T+1}\} / \sigma_p \quad (2)$$

Em que:

$S_p$  = Índice Sharpe.

$AR_{p,1,T+1}$  = Retorno médio aritmético anualizado da carteira entre as datas 1 e T+1.

$RF_{1,T+1}$  = Taxa de juros isenta de riscos anualizada média entre as mesmas datas.

$\sigma_p$  = Desvio padrão (volatilidade do retorno médio aritmético).

## Capítulo 4

### 4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

#### 4.1 MODELO DA PESQUISA

Para testar a existência de uma relação relevante entre o valor das empresas da amostra selecionada e as variáveis de governança corporativa, foi utilizado o seguinte modelo:

$$IS = \alpha + \beta_1 MA_i + \beta_2 ME_i + \beta_3 VPA_i + \gamma_1 TAM_i + \gamma_2 LIQ_i + y_3 Endiv_i + \varepsilon_i (3)$$

Onde:

$IS$  = Índice de Sharpe;

$MA_i$  = variável dummy indicando as 20% empresas com maiores notas de governança;

$ME_i$  = variável dummy indicando as 20% empresas com menores notas de governança;

$VPA_i$  = Valor patrimonial da ação;

$TAM_i$  = Tamanho das empresas medido pelo ln dos ativos;

$LIQ_i$  = Índice de liquidez da ação da i-ésima empresa;

$Endiv_i$  = endividamento da empresa i;

$\varepsilon$  = termo de erro para a i-ésima empresa.

Por meio do modelo proposto formulou-se no Quadro 1, a relação de conceitos e *Proxy* das variáveis utilizadas na formulação da hipótese da regressão linear múltipla a serem testadas na presente pesquisa:

| Variável                       | Denominação                 | Conceitos                                                                                                                                           | Proxy                                                                                                                               |
|--------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>IS</b><br>(Dependente)      | Índice Sharpe               | Indicador utilizado como medida de valor das empresas. Mede a remuneração adicional obtida pela carteira para cada unidade de risco total assumido. | A rentabilidade média do fundo menos a rentabilidade média do ativo livre, dividido pelo desvio padrão das rentabilidades do fundo. |
| <b>MAi</b><br>(Independente)   | Maiores notas de governança | Correspondem as notas do questionário.                                                                                                              | Variável Dummy: 1 para 20% maiores e 0 para as demais.                                                                              |
| <b>MEi</b><br>(Independente)   | Menores notas de governança | Correspondem as notas do questionário.                                                                                                              | Variável Dummy: 1 para 20% menores e 0 para as demais.                                                                              |
| <b>VPA</b><br>(Independente)   | Valor Patrimonial da Ação   | Medida de valoração pontual da ação                                                                                                                 | Preço da ação sobre o valor patrimonial da ação                                                                                     |
| <b>TAM</b><br>(Independente)   | Tamanho da empresa.         | Ativo Total                                                                                                                                         | Logaritmo do Ativo Total                                                                                                            |
| <b>LIQi</b><br>(Independente)  | Liquidez                    | Grau de solvência da empresa                                                                                                                        | Ativo Circulante sobre Passivo Circulante.                                                                                          |
| <b>Endiv</b><br>(Independente) | Endividamento               | Dependência de recursos de terceiros.                                                                                                               | Passivo Exigível sobre valor total do Ativo                                                                                         |

**Quadro 1: Relação conceito e proxy das variáveis utilizadas.**

A variável dependente neste estudo é a de *performance*, representada pelo índice Sharpe. Os valores obtidos nesta variável foram retirados no banco de dados da Economatica.

As outras variáveis utilizadas para complementação do modelo foram variáveis *dummy* de maior nota de governança e de menor nota de governança, tamanho da firma, liquidez e endividamento.

As variáveis *dummy* representam as maiores notas de governança e as menores notas de governança, obtidas após a aplicação do questionário de Silveira (2004).

Lopes (2005) relacionou valor patrimonial da ação com práticas de governança, obtendo significância dessa variável como fator de *performance*. Costa (2000) constatou que o índice valor patrimonial da ação, é significativo para a explicação do retorno em estudos de regressão.

O tamanho da firma também é considerado, devido a sua vasta utilização em trabalhos empíricos e pela influência no desempenho das empresas, evidenciados nos trabalhos de Leal e Carvalhal (2005), Silveira (2002), Anderson *et al.* (2000), Bhagat e Black (2004).

A liquidez como variável independente, influencia o desempenho das firmas, conforme ressaltado nos trabalhos de Jonhson *et al.* (2000) e nos estudos sobre *performance*, obtida através de práticas de governança no trabalho de Sroul (2002).

A variável endividamento apresentou neste estudo, relação negativa, ou seja, menor endividamento, maior índice Sharpe. Isso vem corroborar o estudo de Beiner *et al.* (2004) sobre a relação entre qualidade de governança corporativa e *performance* em uma amostra de empresas suíças, concluindo que a variável *leverage* (endividamento), apresentava relação negativa com valor de mercado da empresa.

Uma limitação encontrada na presente pesquisa está relacionada com a especificação do modelo. A escolha das variáveis independentes para a regressão múltipla influencia os resultados obtidos, portanto as variáveis de controle são importantes para uma melhor especificação do modelo, pois sua omissão pode levar a inferências equivocadas. Neste estudo foram utilizadas algumas variáveis de controle para melhorar a qualidade estatística do modelo.

## 4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO

Neste estudo foi realizada uma análise da adequação do modelo aos pressupostos de um Modelo de Regressão Linear pela aplicação dos testes de heterocedasticidade de White, da normalidade dos resíduos de Jarque-Bera e do cálculo do Número de Condição. O teste de White mede a adequação do modelo aos pressupostos de especificação linear correta das variáveis, variância constante (homocedasticidade) e independência dos resíduos com respeito aos regressores.

O teste de Jarque-Bera mede a adequação do modelo com relação à distribuição Normal dos termos de erro, e o cálculo do Número de Condição analisa se o modelo não apresenta problemas de multicolinearidade, que ocorre quando duas ou mais variáveis independentes são altamente correlacionadas. O pressuposto referente ao valor esperado do erro, segundo Pyndick e Rubinfeld (1998), não é restritivo para a qualidade estatística do modelo.

Ainda, como o teste do estudo não envolve séries temporais, a análise da autocorrelação dos termos de erro não demandou análise específica.

A análise da matriz de correlações permite obter informações acerca da magnitude e do sentido das relações lineares entre as variáveis estudadas. Contudo, estas informações não são conclusivas para o estudo; somente fornecem outra ferramenta para conhecer melhor as relações entre as diferentes variáveis.

A Tabela 1 demonstra as correlações entre o Índice de Sharpe e as variáveis independentes.

**Tabela 1: Matriz de correlação *Performance versus* variáveis desempenho e controle.**

|                             |               | I.Sharpe | 20%<br>maiores | 20%<br>menores | VPA 4T | LNAtivo | Liquidez | Endiv. |
|-----------------------------|---------------|----------|----------------|----------------|--------|---------|----------|--------|
| Correlação<br>de<br>Pearson | I.Sharpe      | 1,000    | ,130           | -,050          | ,169   | ,104    | ,147     | -,075  |
|                             | 20% maiores   | ,130     | 1,000          | -,382          | -,018  | -,040   | ,034     | -,088  |
|                             | 20% menores   | -,050    | -,382          | 1,000          | ,057   | -,165   | -,122    | -,043  |
|                             | VPA 4T        | ,169     | -,018          | ,057           | 1,000  | ,425    | ,171     | -,291  |
|                             | LNAtivo       | ,104     | -,040          | -,165          | ,425   | 1,000   | ,621     | ,287   |
|                             | Liquidez      | ,147     | ,034           | -,122          | ,171   | ,621    | 1,000    | ,107   |
|                             | Endividamento | -,075    | -,088          | -,043          | -,291  | ,287    | ,107     | 1,000  |
| P-Valor                     | I.Sharpe      | .        | ,023           | ,223           | ,005   | ,056    | ,012     | ,124   |
|                             | 20% maiores   | ,023     | .              | ,000           | ,389   | ,273    | ,303     | ,089   |
|                             | 20% menores   | ,223     | ,000           | .              | ,191   | ,006    | ,031     | ,254   |
|                             | VPA 4T        | ,005     | ,389           | ,191           | .      | ,000    | ,004     | ,000   |
|                             | LNAtivo       | ,056     | ,273           | ,006           | ,000   | .       | ,000     | ,000   |
|                             | Liquidez      | ,012     | ,303           | ,031           | ,004   | ,000    | .        | ,050   |
|                             | Endividamento | ,124     | ,089           | ,254           | ,000   | ,000    | ,050     | .      |

Em geral a análise da matriz mostra uma correlação fraca entre as variáveis de governança e a variável de valor corporativo. É possível observar uma correlação positiva significativa entre a variável 20% maiores com o Índice de Sharpe, o que indica que quanto maior o nível de governança à qual as empresas aderem no mercado, maior será o valor da empresa medido pelo Índice de Sharpe.

O modelo utilizado para encontrar a relação entre o Índice de Sharpe como medida de valor e as variáveis de governança, como mencionado anteriormente foi o seguinte:

$$IS = \alpha + \beta_1 MA_i + \beta_2 ME_i + \beta_3 VPA_i + \gamma_1 TAM_i + \gamma_2 LIQ_i + \gamma_3 Endiv_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

De acordo com a Tabela 2, são obtidos os coeficientes do modelo de regressão, Teste t e p-value, com nível de significância de 10%:

Assim,

Tabela 2: Regressão *Performance* x variáveis desempenho e controle.

| Variável          | Coeficiente | Erro Padrão | Estatística t | P-valor |
|-------------------|-------------|-------------|---------------|---------|
| (Constante)       | 0,3857      | 0,5723      | 0,6739        | 0,5011  |
| 20% maiores       | 0,1641      | 0,0935      | 1,7544        | 0,0807* |
| 20% menores       | -0,0033     | 0,1025      | -0,0317       | 0,9747  |
| VPA 4T            | 0,0091      | 0,0048      | 1,8974        | 0,0590* |
| LNAtivo           | -0,0171     | 0,0425      | -0,4022       | 0,6879  |
| Liquidez          | 0,0521      | 0,0304      | 1,7136        | 0,0880* |
| Endividamento     | -0,0008     | 0,0028      | -0,2825       | 0,7778  |
| N                 |             |             |               | 81      |
| Estatística F     |             |             |               | 2,4874  |
| Prob (Estat. F)   |             |             |               | 0,0238  |
| Estatística White |             |             |               | 0,1263  |
| Jarque-Bera       |             |             |               | 0,7822  |
| Nº de condição    |             |             |               | 18,32   |

\* nível de significância de 10%

A variável independente que apresentou o resultado mais relevante nesta regressão foi a “20% Maiores”, mostrando uma correlação positiva estatisticamente significativa ao nível de 10%, contra o Índice de Sharpe.

A percepção de valor pode ser observada, dentro dos coeficientes, onde o  $\beta = 0,1641$ , expressa que cada aumento no índice de governança, seguindo a metodologia de classificação de notas de governança corporativa de Silveira (2004), indica um acréscimo de 16,41% no índice Sharpe.

Este resultado destaca a alta pontuação do Índice de Governança das empresas, obtida por meio da metodologia de Silveira (2004) como uma variável importante para explicar o valor medido pelo Índice de Sharpe. Entretanto, as baixas pontuações do IGV não surgem como fator significativo neste modelo. Isto sugere que os investidores do mercado de capitais brasileiro percebem o valor da governança quando as empresas se comprometem a cumprir as regras mais rígidas

de boa governança corporativa, também observado nos resultados de Leal e Carvalho (2006).

Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), usando dentre outros, o índice Sharpe para avaliar *performance* do índice de governança corporativa no mercado de capitais nacional, encontraram resultados que mostravam significância estatística, corroborando a eficácia de boas práticas de governança corporativa como propulsoras da *performance* das ações.

As variáveis de controle VPA e Liquidez mostraram-se significativas ao nível de 10%, mas ao nível de significância de 5% isto não aconteceu. As demais variáveis de controle não se mostraram significativas para o modelo.

## Capítulo 5

### 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

#### 5.1 CONCLUSÕES

O objetivo dessa pesquisa foi verificar se a qualidade das práticas de governança corporativa impacta positivamente o desempenho das ações listadas na Bovespa, das empresas abertas brasileiras, componentes do índice Brasil IBrX.

O estudo verificou a existência de uma relação significativa ao nível de 10%, entre a performance (risco x retorno) das empresas componentes do índice Brasil IBrX e o nível de governança corporativa das mesmas, tanto em termos de variáveis relacionadas a qualidade de governança corporativa quanto estrutura e tamanho, valor patrimonial das ações, liquidez, conforme observado na Tabela 2.

A amostra utilizada foi composta por empresas de capital aberto, listadas na Bovespa e que apresentaram um critério mínimo de liquidez. A amostra obtida foi de 100 empresas e os dados coletados para os anos de 2004 a 2007. Após o corte liquidez, a amostra utilizada no teste foi de 81 empresas, representantes de diversos segmentos de atividade, cujos dados foram coletados na base de informações Econômica e nos *websites* de todas as empresas.

Um índice de governança corporativa foi obtido por meio de um questionário de qualidade de governança corporativa, composto de 20 questões, elaborado por Silveira (2004), e a partir daí esse índice forneceu as notas de governança corporativa que geraram as variáveis Dummy, maiores e menores notas (MAi e MEi), e de acordo com Silveira (2004), são baseados em quatro dimensões que avaliam as práticas de governança corporativa: (1) acesso às informações, (2) conteúdo das

informações, (3) estrutura do conselho de administração, (4) estrutura de propriedade e controle.

Como mecanismos de governança corporativa, foram utilizadas duas variáveis Dummy. As duas variáveis Dummy utilizadas foram:

- Dummy maiores notas de governança corporativa (MA);
- Dummy menores notas de governança corporativa (ME);

As quatro variáveis relacionadas como variáveis de controle foram:

- Valor patrimonial da ação – preço ação / valor patrimonial ação (VPA);
- Tamanho da firma – Logaritmo ativo (TAM);
- Liquidez – Ativo circulante / passivo circulante (LIQ);
- Endividamento – valor da dívida bruta (ENDIV).

Como elemento de *performance* foi utilizado o índice Sharpe (IS), que mediu os retornos das ações da amostra, no período selecionado.

A regressão linear múltipla, realizada entre as variáveis dependentes e independentes, incluindo as variáveis de controle, apresentou significância para a variável Dummy maior nota de governança (MA), onde empresas com maior nota de governança corporativa, teriam maiores *performances* (IS), confirmando o efeito positivo entre melhores práticas de governança corporativa e *performance*.

O presente trabalho procurou contribuir para a discussão sobre o tema governança corporativa e sua relação com a *performance* das empresas. A estruturação da moderna gestão empresarial, no sentido de buscar a adesão e o aprimoramento de melhores práticas de governança corporativa, almeja em última instância, desenvolver e democratizar o mercado de capitais brasileiro.

## **5.2 LIMITAÇÕES DA PESQUISA**

A pesquisa apresenta como limitação primeira, o enfoque dado exclusivamente, às vinte perguntas que mensuram um nível de qualidade de governança corporativa. Além disso, a pesquisa limita-se a pesquisar somente 81 empresas de capital aberto, desconsiderando tanto os outros grupos, quanto a crescente emissão de novos papéis.

## REFERÊNCIAS

- ACCORSI, A.; DECOURT, R. **Portfólios com fundos de investimentos multimercados**. In: SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP (SEMEAD), 7, São Paulo: Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo, 2004. CD-ROM.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. **Production, information costs and economic organization**. American Economic Review, v. 62, p. 777-795, 1972.
- AMARAL, H.; BARROS, L.; MELO, A. **Avaliação de performance de fundos de pensão**. 4º Encontro da Sociedade Brasileira de Finanças – SBFIN. Rio de Janeiro, 2004.
- ANDERSON, R.; BATES, T.; BIZJAK, J.; LEMMON, M. **Corporate Governance and firm diversification**. Financial Management, p. 5-22, 2000.
- BAUER, R.; GUNSTER, N.; OTTEN, R. **Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance**. Journal of Asset Management, 2004.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; ROELL, A. **Corporate Governance and control**. NBER Working papers series, 2002. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w937>, Acesso em: 19 out. 2007.
- BEINER, S.; DROBTEZ, W.; SCHIMD, F.; ZIMMERMANN, H. **An Integrated Framework of corporate Governance and Firm Valuation: Evidence from Switzerland**. ECGI – Finance Working Paper, n. 34, 2004
- BEINER, S.; DROBTEZ, W.; SCHIMD, F.; ZIMMERMANN, H. **Is board size an independent corporate governance mechanism?** University of Basel, Working Paper, 2004.
- BERLE, A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan Publishing, 1932.

BERNSTEIN, P. L.; DAMODARAN, A. **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BHAGAT, S., BLACK, B. **Board independence and long term firm performance**. Journal of corporation Law, v. 27, n. 1, 2004

BLACK, B; JANG, H.; KIM, W. **Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea**. Stanford law School. Working Paper, 2003.

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo. Informações Governança Corporativa – Informações grupo IBrX 100 – Base de dados. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 20 jan. 2007.

CARLSON, R. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. 2nd. ed. New York: John Wiley & Sons, 2001.

CARVALHO, A. G. **Governança corporativa no Brasil em Perspectiva**. Revista de Administração, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. F. **Corporate Governance in Asia: A Survey**. International Review of finance, v. 3; n. 2, p. 71-103, 2002.

COASE, R. **The nature of the firm**. Economica, v.4, p. 386-405, 1937.

COSTA, N. A.; NEVES, M. B. **Variáveis fundamentalistas e o retorno das ações**. Revista Brasileira de Economia, v. 54, n. 01, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2000.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli. **A Relação entre a performance (risco x retorno) e a remuneração atribuída às instituições administradoras dos fundos de ações ativos brasileiros: uma abordagem à luz da teoria de agência**, 2004, 245 f. Dissertação (Mestrado Profissional em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2004.

DENNIS, D.; MCCONNELL, J. **International corporate governance**. Journal of Financial and quantitative analysis, v. 38, n.1, p. 1-36, 2003.

DROBETZ, W.; SCHILLHOFER, A.; ZIMMERMANN, H. **Corporate governance and firm performance: Evidence from Germany**. European Financial Management, 2004.

EISENHARDT, K. M. **Agency theory: an assessment and review**. The Academy of Management Review, v. 14, n. 1, 1989. p. 57-74.

FAMA, E.; JENSEN, M. **Separation of ownership and control**. Journal of Law and Economics, v. 26, p. 301-327, jun. 1983.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. Rio de Janeiro: Qualimark, 2005.

GOMPERS, P.; DLUGOST, J.; METRICK, A. **Large Blocks of Stock: prevalence, size and measurement**. Journal of Corporate Finance, v.12, issue 3, 594-618 , 2006.

HALLQVIST, B. **A História do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**, IBGC, 2002.

HALLQVIST, B. **Código das melhores práticas de governança corporativa: o conselho de administração**. Revista de Administração, v.35, n.2, p. 72-76, 2000.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDAS, M. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. **Boards of director as an endogenously determined institution: a Survey of the economic literature**. Economic Policy Review of the Federal Reserve Bank of New York, v. 9, n.1, p. 7-36, 2003.

IBCG – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Outubro, 2001. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 03 mar. 2008.

JENSEN, M. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Boston: Harvard University press, 2001.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics V. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JONHSON, S.; BOONE, P. ; BREACH ,A .; FRIEDMAN, E . **Corporate Governance in the Asian Financial Crisis**. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 141- 186, 2000.

KLAPPER, L.; LOVE, I.; **Corporate governance investor protection and performance in emerging Markets**. Journal of Corporate Finance, 2003.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANEZ, F.; VISHNY, R. **Investor protection and corporate governance**. Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAMEIRA, V. J. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

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

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA), São Paulo, 2004.

LEAL, R. P. C.; Carvalhal da Silva, A. L.; **Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil**. Revista Brasileira de Finanças, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

LEAL, R. P. C.; **Governance Practices and Corporate Value: a recent literature survey**. COPPEAD/UFRJ, 2006.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, n. 8, 1997.

LOPES, A. B. A Governança compensa! **Revista RI**. Instituto Brasileiro de Relação com Investidores, n. 93, nov. ,2005.

MARTIN, N. C. **Os Fundamentos da informação contábil**. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA), São Paulo, 1987.

MARTINS, G. A. **Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas 2000.

NOSSA, V.; KASSAI, R.; KASSAI, S. **A teoria do agenciamento e a contabilidade**. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD (EnANPAD), 24, Florianópolis: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 2000. CD-ROM.

PATEL, S.; BALIC, A.; BWAKIRA, L. -level in emerging markets **Measuring transparency and disclosure at firm**. Emerging markets review, v.3, p.325-337, 2002.

PINDYCK, R.; RUBENFELD, D. **Microeconomics**. 3<sup>rd</sup>, New Jersey: Prentice Hall, 1995.

PINDYCK, R.; RUBENFELD, Daniel. **Econometria: modelos e prognósticos**. México , McGraw Hill Interamericana, 1998.

PROCIANOY, J. L. **O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes**. Revista de Administração de Empresas, v. 34, n 4, p. 74-84, 1994.

PROCIANOY, J. L.; COMERLATO, G. **Proposta de um método para verificação de evidências de transferência de lucro entre empresas similares abertas de um mesmo grupo econômico**. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD (EnANPAD), 24, Florianópolis: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 2000. CD-ROM.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K.C.S.; SOUSA, A, F; **Comparações Múltiplas das carteiras de Bolsa no Brasil: Avaliação da performance do índice de Governança Corporativa**. Revista de Gestão USP, São Paulo, v.12, n. 4, p.55-72, outubro/dezembro 2005.

SHARPE, W. **Mutual Fund Performance**. Journal of Business, p. 119-138, jan. 1966.

SHLEIFER, A., VISHNY, R., **A survey of corporate governance**. Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIFFERT FILHO, N. **Governança Corporativa: Padrões Internacionais e evidências empíricas no Brasil dos anos 90**. Revista do BNDES, n. 9, 1998.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 249 f. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da Empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação de mestrado - Faculdade de economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SROUR, G. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. II Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho de 2002, Anais..., 2002 (CD-ROM). Disponível em: [www.sbfina.org.br](http://www.sbfina.org.br). Acesso: 13 out. 2007.

TIROLE J. **The theory of corporate governance**. New York: Princeton University Press, 2005.

VALADARES, S. M. **Estrutura de controle e propriedade de empresas Brasileiras**. In M. BONOMO (org.) Finanças Aplicadas ao Brasil. Rio de Janeiro: FGV Editora, p 275-298, 2002.

VALADARES, S. M.; LEAL, R P. C. **Ownership and Control Structure of Brazilian Companies**. *Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VARGA, G. **Índice de Sharpe e outros indicadores aplicados a fundos de ações brasileiros**. *RAC – Revista de Administração Contemporânea*, v. 5, n. 3, set./dez. 2001.

WARD, K.; GRUNDY, A. **The Strategies Management of Corporate Value**. *European Management Journal*, n.14, 1966.

WILLIAMSON, O. **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. New York: The Free Press, 1975.

WILLIAMSON, O. **The mechanisms of governance.** Oxford: Oxford University Press, 1996.

ZINGALES, L. Corporate governance. In: NEWMAN, Peter (editor). **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law.** New York, NY: Macmillan, 1998.

## APÊNDICE A: Notas gerais do índice de governança das empresas.

| EMPRESA    | NOTA |
|------------|------|
| ACESITA    | 14   |
| AESTIETE   | 12   |
| ALL        | 14   |
| AMBEV      | 14   |
| ARACRUZ    | 12   |
| ARCELOR    | 16   |
| BRADESCO   | 14   |
| Bradespar  | 14   |
| BR telecom | 13   |
| Braskem    | 11   |
| CCR ROD.   | 15   |
| CELESC     | 14   |
| CEMIG      | 14   |
| CESP       | 14   |
| COMGAS     | 14   |
| COMPANY    | 14   |
| CONFAB     | 9    |
| CONTAX     | 14   |
| COPASA     | 13   |
| COPEL      | 14   |
| COPEL      | 12   |
| COSAN      | 14   |
| CPFL       | 16   |
| CYRELA     | 16   |
| DASA       | 17   |
| DURATEX    | 15   |
| ELETROBR   | 9    |
| ELETROPA   | 13   |
| EMBRAER    | 14   |
| EDP-BR     | 17   |
| EQUATOR.   | 12   |
| ETERNIT    | 12   |
| FOSFERTIL  | 10   |
| GAFISA     | 16   |
| GERDAU     | 16   |
| GOL        | 13   |
| GRENDENE   | 15   |
| GUARARA    | N D  |
| IOCHPMAX   | 15   |
| IPIRANGA   | 12   |
| ITAU       | 14   |

| EMPRESA      | NOTA |
|--------------|------|
| KLABIN       | 13   |
| LIGHT        | 12   |
| LOCALIZA     | 15   |
| L.AMERICA    | 14   |
| L.RENNER     | 15   |
| MARCOPOL     | 11   |
| NATURA       | 15   |
| NET          | 14   |
| N.CAIXA      | 13   |
| OHL          | 15   |
| PAO ACUC     | 13   |
| PARANAP      | 8    |
| PERDIGAO     | 14   |
| PETROBRA     | 17   |
| PORTO<br>SEG | 15   |
| RANDON       | 13   |
| ROSSI RES    | 17   |
| SABESP       | 16   |
| SADIA        | 14   |
| SARAIVA      | 13   |
| SID.NACIO    | 17   |
| SOUZA CR     | 17   |
| SUBMARIN     | 15   |
| SUZANO       | 13   |
| TAM          | 14   |
| TELEMAR      | 12   |
| TELEMIG      | 10   |
| TELESP       | 13   |
| TIM          | 13   |
| TOTVS        | 15   |
| TRACTEB      | 17   |
| TRA PAUL     | 12   |
| UNIBANCO     | 16   |
| UNIPAR       | 4    |
| UOL          | 13   |
| USIMINAS     | 14   |
| VOTORAN      | 16   |
| CVRD         | 13   |
| VIVAX        | 13   |
| VIVO         | 12   |