

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

ANTONIO JOSÉ BARBOSA DAS NEVES

**A PERFORMANCE E AS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS FIRMAS COM A INTRODUÇÃO DA VARIÁVEL
EXPLORATÓRIA GRUPO ESTRATÉGICO.**

VITÓRIA

2006

ANTONIO JOSÉ BARBOSA DAS NEVES

**A PERFORMANCE E AS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA DAS FIRMAS COM A INTRODUÇÃO DA VARIÁVEL
EXPLORATÓRIA GRUPO ESTRATÉGICO.**

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, sob a orientação do professor Dr. Victor Gomes e Silva.

VITÓRIA

2006

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pelo Setor de Processamento Técnico da Biblioteca da FUCAPE

Neves, Antonio José Barbosa das.

A Performance e as estruturas de governança corporativa das firmas com a introdução da variável exploratória grupo estratégico. / Antonio José Barbosa das Neves. Vitória: FUCAPE, 2006.

84 p.

Dissertação – Mestrado.
Inclui bibliografia.

1. Governança corporativa 2. Grupos estratégicos 3. Desempenho I.Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças II.Título.

CDD – 657

Aos meus pais, pelo amor e incentivo incondicionais, minha irmã, minhas filhas e minha esposa.

AGRADECIMENTOS

Ao longo desses dois anos e meio enfrentei momentos de incerteza e de dúvidas quanto aos meus objetivos profissionais e pessoais, o que torna este trabalho um grande objetivo de vida que finalmente se concretizou.

Agradeço a Deus, por me conceder coragem, persistência e insistência ao longo desses dois anos e meio, proporcionando-me a realização deste trabalho.

Aos meus pais e à minha irmã, pelo amor incondicional e por todo apoio recebido durante estes anos de estudos.

Às minhas filhas, fontes de muita alegria, inspiração e satisfação em minha vida, e à minha esposa.

Ao meu orientador, professor Dr. Victor Gomes e Silva, por ter acreditado em minha capacidade e no meu projeto.

Ao professor Ms. Wesley Mendes da Silva, pelas dicas relacionadas aos dados e ao referencial bibliográfico para construção deste trabalho.

Aos professores do curso de mestrado Dr. André Carlos Busanelli Aquino, Dr. Alexsandro Broedel Lopes, Dr. Aridelmo José Campanharo Teixeira, Dr. Arilton Carlos Campanharo Teixeira, Dr. Fábio Moraes Costa, Dr. Marcelo Sanches Pagliarussi e Dr. Valcemiro Nossa, pelos estímulos no meu desenvolvimento profissional e acadêmico.

Aos amigos Carlos Alberto Gonçalves de Araújo, Fábio Goldner, Marcelo Moll Brandão, Paulo Getúlio Vargas Martins, José Elias Feres de Almeida, Juan Carlos Góes de Almeida, Luiz Henrique Lima de Faria, Fábio Paiva Scárdua, Ralph Arcanjo Chelotti e demais colegas do mestrado.

Às funcionárias do atendimento e biblioteca Ana Rosa Barbosa Boueri, Adriana de Moura Gasparino, Eliane de Lima Silva e Geovana Nascimento Azevedo, pelo profissionalismo, amizade e atenção, e a todos os funcionários da FUCAPE pela disposição e auxílio.

RESUMO

Estudos recentes enfatizaram a importância da Governança Corporativa no desempenho das empresas, mas poucos trabalhos utilizaram a associação entre as escolhas estratégicas das empresas e a Governança Corporativa. Nesse sentido, este trabalho avalia o comportamento dos mecanismos de Governança Corporativa em relação ao do desempenho com a inclusão do posicionamento estratégico escolhido pelas empresas. Para tal associação foi utilizada a variável explanatória Grupo Estratégico como identificação deste posicionamento estratégico das empresas. Através do uso dos dados das companhias brasileiras com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, entre os anos de 1997 e 2004, tornou-se possível a identificação de 26 grupos estratégicos existentes entre 12 setores da economia brasileira. A amostra final obteve um total de 1175 observações, na qual foi utilizada uma regressão em corte transversal (*cross-section*) para identificação de tal associação. Foram encontradas evidências de que a inclusão da variável Grupo Estratégico não influencia os mecanismos de Governança Corporativa como a Independência do Presidente do Conselho (T), Independência do Conselho de Administração (U) e a Concentração Acionária (Y) contra as variáveis de desempenho ROA, ROE e Q de Tobin. Somente o Tamanho do Conselho de Administração (V) e a Participação nos Lucros pelos Executivos (W) apresentaram influência nas variáveis de desempenho ROA e Q de Tobin. No ROA essa associação foi verificada em 23 Grupos Estratégicos, e no Q de Tobin foram 9 Grupos Estratégicos que apresentaram significância. Tais resultados sugerem que o posicionamento das empresas modifica a relação entre Governança Corporativa e Desempenho, destacando assim a irrelevância dos mecanismos dentro de certos Grupos Estratégicos.

ABSTRACT

Recent studies have been dealing with the importance of Corporate Governance in the performance of companies, but few of them applied the association between the strategic choices of the companies and Corporate Governance. The research evaluates the behavior of the Corporate Governance mechanisms regarding the performance including the strategic positioning chosen by the companies. For such relationship, the Strategic Group explanatory variable was used as mean for identifying this strategic positioning by making use of Bovespa's listed companies published data between 1997 and 2004. It made it possible to identify 26 existing strategic groups among 12 economic sectors. The final sample achieved a total of 1175 observations for which a regression was used in cross-section in order to identify such relation. Evidence has been found that such inclusion of the Strategic Group variable did not influence the Corporate Governance mechanisms such as the Independence of the Board President (T), Independence of the Administrative Board (U) and the Shareholder Concentration (Y) against the following performance variables: ROA, ROE and Tobin's Q. Only the Size of Administrative Board (V) and the Sharing the profits by Executives (W) influenced the performance variables ROA and Tobin's Q. In ROA this association was verified in 23 Strategic Groups and in Tobin's Q there were 9 Strategic Groups that presented significance. Such results suggest that the positioning of the companies modifies the relationship between Corporate Governance and Performance, underscoring the irrelevance of the mechanisms within certain Strategic Groups.

LISTA DE SIGLAS

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Imobiliários

IAN – Informações Anuais

ITR – Informações Trimestrais

DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

RBV – Visão Baseada em Recursos

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

DIVEXT – Sistema de Informações de Divulgação Externa da Bovespa

EVA – Valor econômico agregado (Economic Value Added)

MVA – Valor de mercado agregado (Market Value Added)

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 – Indústrias e seus Grupos Estratégicos formados através do critério de diferença de produtos ou serviços oferecidos ao mercado pelas firmas componentes. | 31 |
| Tabela 2 – Número de Empresas Seleccionadas Inicialmente para Pesquisa por Setor da Economia. | 34 |
| Tabela 3 – Número de Empresas Participantes da Pesquisa por Grupo Estratégico. | 35 |
| Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes. | 38 |
| Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes. | 39 |
| Tabela 6 – Matriz de Correlação para as Variáveis Explicativas..... | 43 |
| Tabela 7 – Regressão multivariada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com a variável dependente ROA..... | 48 |
| Tabela 8 – Regressão multivariada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com a variável dependente ROE..... | 53 |
| Tabela 9 – Regressão multivariada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com a variável dependente Q de Tobin..... | 56 |
| Tabela 10: Indústrias e seus Grupos Estratégicos formados através do critério de diferença de produtos ou serviços oferecidos ao mercado pelas firmas componentes. | 83 |
| Tabela 11 – Códigos da variável explanatória Grupo Estratégico (G), segundo estudo de FARIA et al. (2005). | 84 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|---|----|
| Quadro 1 – Sistemas de informações utilizados no estudo..... | 34 |
| Quadro 2 – Sistema de informações utilizado para coleta de dados das Variáveis de Desempenho..... | 72 |
| Quadro 3 – Sistema de informações utilizado para coleta de dados das variáveis de Governança Corporativa..... | 76 |
| Quadro 4 – Sistema de informações utilizado para coleta de dados das variáveis de Controle, Grupos Estratégicos e Outras..... | 80 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|---|----|
| Gráfico 1 – Variável Independência do Presidente entre o período de 1997 a 2004. | 40 |
| Gráfico 2 – Composição do Tamanho do Conselho de Administração entre o período de 1997 a 2004. | 41 |
| Gráfico 3 – Participação nos Lucros das Empresas no período de 1997 a 2004. | 42 |

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1 – As figuras A e B representam as estruturas de Governança Corporativa existentes, baseadas nos estudos de ROE (2005). | 21 |
| Figura 2 – Taxonomia abordada por Collin e Bengtsson (2000) sobre as estruturas de Governança Corporativa. | 26 |

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| 1 INTRODUÇÃO | 14 |
| 2 REFERENCIAL TEÓRICO..... | 20 |
| 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA..... | 20 |
| 2.2 GRUPOS ESTRATÉGICOS | 27 |
| 3 METODOLOGIA DE PESQUISA | 33 |
| 3.1 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA | 33 |
| 3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS..... | 36 |
| 3.3 MODELO ECONOMETRICO | 43 |
| 4 ANÁLISES DOS RESULTADOS..... | 47 |
| 4.1 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA SOBRE O RETORNO DO ATIVO (ROA)..... | 47 |
| 4.2 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA SOBRE A RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (ROE).. | 52 |
| 4.3 ANÁLISE DO VALOR DA EMPRESA (Q DE TOBIN)..... | 56 |
| 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS | 61 |
| 5.1 LIMITAÇÃO DA PESQUISA | 64 |
| REFERÊNCIAS..... | 65 |
| APÊNDICE A – Variáveis de Desempenho..... | 72 |
| APÊNDICE B – Variáveis de Governança Corporativa..... | 76 |
| APÊNDICE C – Variáveis de Controle, Grupos Estratégicos e Outras..... | 80 |

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

A discussão sobre Governança Corporativa baseia-se na vertente de como os seus mecanismos influenciam o desempenho das empresas (SINGH, 2003). Tais mecanismos são tratados como essência básica da maioria das pesquisas realizadas, ou seja, os mecanismos de Governança Corporativa são relevantes para um melhor desempenho da firma (SROUR, 2002; FAMÁ, BARROS E DI MICELI, 2003; SILVEIRA 2004).

Tanto a literatura internacional quanto a nacional procuram evidenciar uma relação entre Governança Corporativa e desempenho das empresas. Estudos indicaram que o conflito de agência gerado entre as partes pode propiciar um reflexo na performance das empresas, sugerindo que o melhor monitoramento dos agentes pelos mecanismos de Governança Corporativa implantados pelas empresas deveriam estar relacionados positivamente para o melhor desempenho das firmas (BARNHART, MARR E ROSENSTEIN, 1994; YERMACK, 1996; OKIMURA, 2003; MENDES-DA-SILVA E BLACK, 2004; SILVEIRA, 2002; SILVEIRA, 2004; SILVEIRA, BARROS E FAMA, 2005). Deste modo, problemas relacionados aos mecanismos de incentivos internos à empresa são cruciais para o desempenho.

Diante deste fato, recentes estudos buscaram alinhar a Governança Corporativa à Estratégia das firmas. Os trabalhos de Collin e Bengtsson (2000) e Silva, W. M. e Black (2005) deram ênfase a esta abordagem utilizando de forma distinta tal associação, em que, respectivamente, trataram a relação entre as estruturas de Governança Corporativa e a diversificação e o comportamento do

desempenho do gerenciamento de suprimentos e os mecanismos de Governança Corporativa.

Além disso, Anderson et al. (2000) e Silva, W. M. e Black (2004) apresentaram trabalhos que relacionam a estratégia da empresa através da escolha de diversificação de seus produtos oferecidos ao mercado. Esta possibilidade proporcionaria aos gestores uma maior remuneração diante da perspectiva de aumento nos resultados, levando a um eventual conflito com os acionistas diante da redução de seus rendimentos e valorização da própria empresa. Nesse sentido, empresas que diversificam produtos e atuam em vários mercados seriam as empresas com a melhor estrutura de Governança Corporativa e, conseqüentemente, com a melhor performance.

Como se pode notar, as pesquisas abordadas apresentam as escolhas estratégicas das firmas, que neste caso recaem sobre a responsabilidade dos gestores (agente), cuja autonomia de tais decisões é delegada pelos acionistas (principal).

As referências acima descritas buscam se embasar na Teoria da Agência, em que se observa a relação de interesses envolvendo dois “personagens”, o principal (acionistas) e o agente (gestores). A relação sempre visa uma maximização da utilidade própria em ambos os casos, pois ambos têm interesses diferenciados (JENSEN E MECKLING 1976).

Os trabalhos de Anderson et al (2000), Collin e Bengtsson (2000), Silva, W. M. e Black (2004) e Silva, W. M. e Black (2005) motivam a presente pesquisa, diante da escassez de literatura no Brasil e no exterior que envolva a associação entre os dois temas, Governança Corporativa e Estratégia. A diferença entre as pesquisas acima abordadas e o presente estudo, vai para essa relação com a Estratégia, que

nesta pesquisa se apresenta dentro das escolhas estratégicas feitas pelos gestores e acionistas diante de um posicionamento dentro de determinado mercado.

Existem empresas que apresentam estratégias semelhantes visando à maximização de seus recursos e resultados dentro de uma mesma Indústria. Esta escolha de posicionamento pode ser simples como, por exemplo, a escolha de se diferenciar pelo preço praticado ou pelo tipo de produto a ser vendido, entre outros fatores que visam a um direcionamento específico da empresa.

A competição dentro de mercados específicos escolhidos estrategicamente pelos gestores das empresas pode gerar uma alteração na conformidade dos mecanismos de Governança Corporativa das mesmas, sendo irrelevante a sua utilidade para as empresas participantes destes mercados e com isso não sendo necessária sua importância como forma de monitoramento (SINGH, 2003).

Para essa escolha estratégica de posicionamento das empresas foi utilizado o conceito difundido como Grupo Estratégico, que para Porter (1980) e Oster (1982) são um conjunto de firmas inseridas dentro de uma mesma Indústria que tomam decisões similares em áreas-chave tais como especialização, identificação de marca, qualidade do produto, liderança tecnológica, entre outras.

Estudos internacionais procuraram evidenciar a criação destes grupos no interior das Indústrias, e a sua relevância para os retornos das firmas (PORTER, 1979; OSTER, 1982; MCGEE E THOMAS, 1986; RUMELT, 1991; TANG E THOMAS, 1992).

No Brasil, estudos como o de Kalaf e Bomtempo (1999), Faria et al. (2005) e Almeida et al. (2006) procuraram também contribuir com trabalhos que abordam tal conceito.

Para caracterizar tais grupos foi utilizada a classificação baseada nos estudos de Tang e Thomas (1992), Farias et al. (2005) e Almeida et al. (2006), que se calcaram no princípio de diferenciação mínima: quando as características dos produtos oferecidos pelas firmas competidoras tendem a serem similares, estas tendem a seguir a mesma estratégia e a formar grupos específicos dentro de uma mesma Indústria.

Existe uma limitação neste ponto, pois autores como Porter (1979), Oster (1982), McGee e Thomas (1986), Tallman e Atchison (1996), González-Fidalgo e Ventura-Victoria (2002) utilizaram classificações específicas em seus trabalhos, o que leva a uma possível divergência de resultados.

Baseada nesta contextualização, fica a seguinte questão a ser respondida:

Grupo Estratégico muda a relação entre retornos e a Governança Corporativa?

Diante da questão levantada, o estudo tem como objetivo identificar se o posicionamento estratégico da empresa pode proporcionar uma alteração na relação dos retornos e nos mecanismos de Governança Corporativa encontrados nas empresas componentes de um mesmo Grupo Estratégico. Para isto, serão considerados alguns mecanismos como a Independência do Presidente do Conselho de Administração, a Independência do Conselho de Administração, o Tamanho do Conselho de Administração, a Participação no Lucro pelos Executivos da Empresa e o Controle Acionário.

Concernente à teoria abordada por Jensen e Meckling (1976), Colling e Bengtsson (2000), Singh (2003) e Silva, W. M. e Black (2005) que estão sustentadas pela Teoria da Agência na Governança Corporativa e da abordagem

sobre Estratégia calcados nos trabalhos de Porter (1980), Oster 1982 e Tang e Thomas 1992, este estudo busca testar a seguinte hipótese de pesquisa:

H0a: Governança Corporativa não tem relação com o desempenho das firmas através da inclusão da variável explanatória Grupo Estratégico.

Neste sentido, esta pesquisa visa contribuir com evidências empíricas sobre a associação entre Estratégia e Governança Corporativa dentro de um modelo que avalie o desempenho das firmas.

Empiricamente, a metodologia utilizada se baseia em uma *cross-section* envolvendo 159 empresas ativas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e identificadas segundo a classificação de Grupos Estratégicos, baseada nos trabalhos de Tang e Thomas (1992), Faria et al. (2005) e Almeida et al. (2006) no período de 1997 a 2004, obtendo-se 1.175 observações totais.

Os resultados obtidos dos testes empíricos desta hipótese contribuem para uma ampliação das evidências existentes na literatura sobre a relevância dos mecanismos de Governança Corporativa e da variável explanatória Grupos Estratégicos no desempenho da firmas.

Nesse sentido, os reflexos dos mecanismos de Governança Corporativa em relação à performance são considerados irrelevantes com a inclusão da variável Grupo Estratégico, numa visão das escolhas estratégicas tomadas pelas empresas. Vale uma ressalva para as variáveis Participação no Lucro pelos Executivos da Empresa e Tamanho do Conselho de Administração, que foram significantes dentro dos padrões estatísticos e obtiveram coeficientes discretos nos modelos que

apresentaram as variáveis Retorno sobre o Ativo (ROA) e valor da empresa pelo Q de Tobin (Q). Estes resultados divergem em alguns pontos do que a teoria expõe.

Os capítulos que se seguem estão estruturados de forma a permitir o encadeamento necessário à resposta da questão pesquisa. No capítulo 2 serão contempladas e discutidas as pesquisas já realizadas acerca do tema, apresentando os resultados obtidos anteriormente.

O capítulo 3 apresenta a metodologia empregada no trabalho, bem como a forma de coleta de dados e tratamento dos dados e, por fim, os modelos utilizados.

O capítulo 4 consiste na análise de resultados baseada nos modelos aplicados neste trabalho e na relação encontrada com os estudos feitos até o momento.

O capítulo 5 congrega as conclusões obtidas e procura sugerir possíveis pesquisas que abordem o mesmo tema, e apresentando, por fim, as limitações identificadas neste trabalho.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A discussão sobre Governança Corporativa é antiga, mas recentemente ela ganhou maior dimensão devido aos escândalos ocorridos nos Estados Unidos, mais precisamente o caso Enron, em setembro de 2001, que foi o ponto de partida para a inserção de novos mecanismos de regulação para evitar possíveis expropriações por parte dos agentes.

Alinhado aos fatores ocorridos, a criação da Lei Sarbanes-Oxley, em julho de 2002, delineou uma nova visão para a Governança Corporativa das empresas. A lei propiciou a implantação de certos critérios para as boas práticas de Governança, tendo dentro dos mecanismos de incentivos a obrigatoriedade da presença de membros independentes nos Conselhos de Administração e nos comitês de auditoria das empresas.

Tal fato remonta à conceituação de Governança Corporativa que, para Shleifer e Vishny (1997), é uma parte da administração que tem como responsabilidade o tratamento do relacionamento entre os diretores das empresas, os conselhos de administração, os acionistas e as demais partes interessadas, estabelecendo-se assim uma forma para que os fornecedores de capital, das referidas empresas, tenham segurança nos retornos de seus investimentos. Na concepção de La Porta et al. (2000a), a Governança Corporativa vem da consideração de um conjunto de mecanismos utilizados pelos investidores externos (acionistas e credores) para se protegerem de possíveis expropriações da parte dos investidores internos (executivos ou acionistas controladores).

Já para Roe (2005), a Governança Corporativa é vista por três pontos considerados como base para identificação desses conflitos: o conselho de administração, os gerentes, e os acionistas, também observada em três dimensões: horizontal, vertical e externa. A dimensão horizontal está relacionada a conflito de agência entre o minoritário e o majoritário onde existe a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários frente aos majoritários, devido ao seu poder de influência sobre o agente que administra a firma (Figura 1A). Na vertical, a busca se dá entre a relação dos gestores e dos acionistas, diante de um quadro de reduzida possibilidade de influência por parte dos acionistas que estão em posição altamente pulverizada, onde a expropriação ocorrida nesta ótica está entre o agente (gestor) e o principal (acionistas) (Figura 1B). Na externa¹, visa-se à aceitação da firma frente à sociedade.

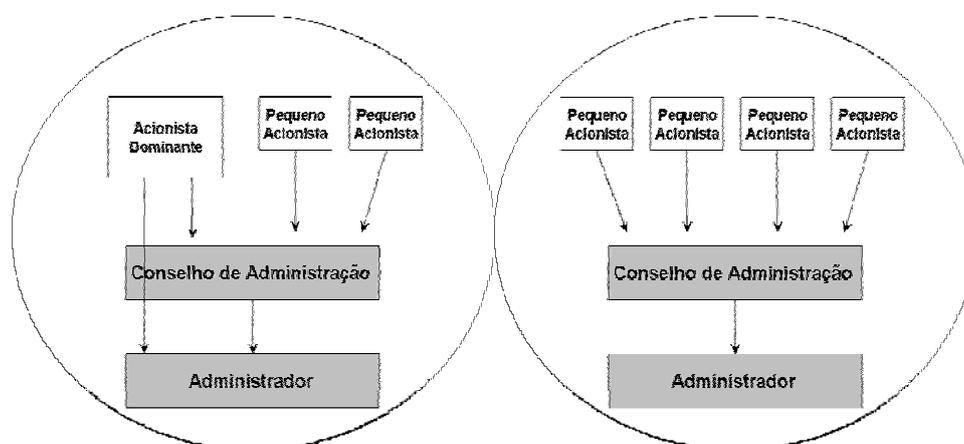


Figura A. Governança Horizontal.

Figura B. Governança Vertical.

Figura 1 – As figuras A e B representam as estruturas de Governança Corporativa existentes, baseadas nos estudos de ROE (2005).

Dentro de uma visão baseada em uma Governança Corporativa Horizontal (ROE, 2005), o mercado brasileiro apresenta uma grande concentração de controle e propriedade levando assim a uma grande possibilidade de expropriação dos

¹ Para mais detalhes quanto ao termo Externa apresentado neste estudo, sugere-se a leitura do trabalho de Roe (2005).

acionistas minoritários pelos majoritários (VALADARES e LEAL, 2000; LEAL, SILVA, A. L. C e LEAL, 2000 E 2002; SILVA, A. L. C e LEAL, 2003; LEAL e SILVA, A. L. C, 2004; e LEAL, 2004).

Apesar desse quadro de concentração de controle e de propriedade, o conflito de agência pode existir pela forma que as empresas se posicionam dentro de suas escolhas estratégicas, com isso elevando tal possibilidade de expropriação. Uma forma de reduzir o conflito é apresentar estruturas de governança condizentes com as necessidades das empresas que minimizem tal possibilidade.

Jensen e Meckling (1976) apresentam uma definição para a relação entre os agentes como sendo um contrato entre ambas as partes no qual o principal delega ao agente a autoridade de decisões que visa os seus interesses. Em caso de ambas as partes agirem de forma a maximizarem suas utilidades próprias, existe a possibilidade de os agentes agirem de forma contrária às expectativas dos principais.

Para Lopes e Martins (2005), o conflito de agência não era tratado pela literatura, que inicialmente considerava o modelo da firma fora dos parâmetros estabelecidos pela realidade. Os mesmos autores destacam que tal conflito de interesses estende-se por vários pontos: entre os principais, que são acionistas majoritários e minoritários; entre os gestores e os acionistas; e também entre os próprios níveis hierárquicos das empresas.

A Teoria da Agência, na sua vertente prescritiva, recomenda ao principal a utilização de instrumentos de monitoramento e controle como forma de reduzir a probabilidade de assimetria de informações e, principalmente, a grande possibilidade do comportamento oportunista do agente frente a sua tomada de decisão.

Nessa visão, Shama (1997) buscou identificar formas de mecanismos de monitoramento que pudessem restringir a possibilidade de expropriação do principal pelo agente, devido ao seu maior conhecimento dos atributos da firma. Tais mecanismos são alinhados em quatro formas: inclinação altruística do agente, controle de forma comunitária, controle burocrático e controle efetuado pelos clientes. Entretanto, a inserção destes mecanismos proporcionaria a criação de custos de agência entre o agente e o principal. Esses custos estão relacionados à adição de todos os incentivos proporcionados aos diretores da empresa, o monitoramento empregado sobre os mesmos e as perdas residuais inerentes, em que todos esses custos são assumidos pelo principal sem reflexo no agente (JENSEN E MECKLING, 1976).

Em alusão a esta possibilidade de conflito de interesses, o mercado brasileiro apresentou dispositivos que propiciaram a criação de critérios específicos visando à redução de tais conflitos. O Novo Mercado², criado em 2000 pela Bovespa, veio com intuito de enfatizar as empresas comprometidas com as melhores e as mais transparentes práticas de Governança Corporativa, tendo sua adesão de forma voluntária, com a premissa básica em relação ao seu valor e liquidez de mercado, o que é positivamente relacionado ao grau de segurança concedido aos acionistas minoritários e à qualidade das informações apresentadas pelas firmas.

² Esse mercado criado pela Bovespa está distribuído em três níveis distintos: N1, N2 e Novo Mercado. Cada nível segue regras estabelecidas para evitar possibilidades de expropriação dos acionistas majoritários frente aos minoritários e com isso reduzir a incerteza vista pelo mercado dessa possibilidade. Dentro desses atributos estão níveis de emissão de ações ordinárias, mesmas condições para todos os acionistas quando da venda do controle da companhia em relação aos controladores (*tang along*), entre outros pontos. Para um melhor detalhamento das atribuições dadas a cada um dos níveis abordados, acessar o site da Bovespa na opção Governança Corporativa.

Alguns dos mecanismos estabelecidos nos regulamentos³ são tratados no presente trabalho. Dentre eles, os que se destacam são: o conselho de administração não deve ter menos que cinco membros participantes; e o percentual de membros do conselho independente não pode ser inferior a 80%. Além disso, o próprio regulamento faz uma menção sobre a necessidade de dispersão acionária diante da distribuição pública.

Outro órgão, criado em 1995, foi o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que no ano de 1999 apresentou o primeiro código⁴ de melhores práticas para Governança Corporativa. A finalidade do código foi propiciar às firmas inseridas no mercado brasileiro a necessária implantação de melhores práticas de Governança Corporativa, determinando assim alguns parâmetros para a implementação de estruturas que possibilitem uma redução do risco dos agentes investidores.

Com relação aos mecanismos abordados pelo IBGC, deu-se uma ênfase nos que são utilizados no presente trabalho. Tais mecanismos apresentados são sugeridos como melhores práticas de Governança Corporativa. Portanto temos então de relevante: a independência do presidente do conselho, que é sugerida como uma forma de evitar a concentração de poder; o tamanho do conselho de administração, que deve estar entre cinco a nove componentes; e a dispersão acionária por parte das empresas.

Os mecanismos de Governança Corporativa apresentados por ambos dispositivos foram amplamente estudados no Brasil, como, por exemplo, nos trabalhos de Silveira (2002), Okimura (2003), Silveira (2004), Silva, W. M. e Black

³ Para maior aprofundamento nos regulamentos do Novo Mercado, N1 e N2, acessar o site da Bovespa www.bovespa.com.br

⁴ Para maiores informações sobre o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, acessar o site do IBGC – www.ibgc.org.br

(2004), Silveira, Barros e Fama (2005), que procuraram relacionar tais mecanismos como forma de reduzir o conflito de agência apresentado nas empresas, relacionando-os ao desempenho das mesmas.

Esta relação conturbada entre o agente e o principal começou a gerar interesse em outros campos da literatura internacional e nacional, que iniciou sua busca por novas relações dentro do tema de estratégia corporativa em relação ao conflito de agência.

Relacionado a isso, Collin e Bengtsson (2000) apresentaram um estudo, feito na Suécia, que procurou identificar qual a relação existente entre as estruturas de Governança Corporativa frente à estratégia de diversificação das empresas, utilizando-se uma análise de correlação entre a estratégia de diversificação e a estrutura de Governança, que proporcionaria tal possibilidade de escolha estratégica por parte dos gestores, com o consentimento dos acionistas. Tal relação estaria sustentada por quatro estruturas assim dispostas:

- 1 – Capitalista, em que um único agente principal tem influência sobre a firma, levando favorecimento a um único negócio ou próximo da diversificação;
- 2 – Administradora, em que existe uma fraca influência por parte dos principais, proporcionando assim uma liberdade para o gestor trabalhar a diversificação da empresas;
- 3 – Credora, em que os financiadores de capital têm influência direta dentro da administração, coibindo a possibilidade de diversificação da empresa, visando assim o devido pagamento dos juros anuais;
- 4 – Grupos de financiadores, em que existe uma fusão entre os dois principais, credores e acionistas, que têm um forte poder sobre a

administração da empresa e leva os gestores a somente conseguirem implementar a diversificação diante da possibilidade de tal sucesso ser possível.

A taxonomia abordada por Collin e Bengtsson (2000) pode ser visualizada na Figura 2 abaixo.

| Financiadores | | Credores | |
|---------------|-------|-------------------|----------------|
| | | Forte | Fraco |
| Acionistas | Forte | Grupo Financiador | Capitalista |
| | Fraco | Credora | Administradora |

Fonte: Adaptado de Collin e Bengtsson (2000).

Figura 2 – Taxonomia abordada por Collin e Bengtsson (2000) sobre as estruturas de Governança Corporativa.

Diante dessa classificação, os resultados obtidos por Collin e Bengtsson (2000) sugeriram que a referida relação só seria possível dentro de estruturas que apresentem alto poder dos proprietários e dos credores, considerados pelos autores como os agentes principais, e também que tal fato só seria possível mediante a associação positiva nos resultados de tal estratégia no desempenho da empresa.

Anderson et al. (2000) e Silva, W. M. e Black (2004) efetuaram estudos que se basearam nas escolhas dos agentes ao se utilizarem da estratégia da diversificação para a possibilidade de expropriação dos principais. Os resultados obtidos por ambos divergem. Anderson et al. (2000) não encontrou nenhuma evidência de que as falhas em mecanismos internos de Governança Corporativas estão associadas com a decisão de diversificação, e nem que isso interfira na perda

de valor das firmas diversificadas. Já Silva, W. M. e Black (2004) observaram que a estrutura de governança é sensível ao nível de diversificação e que os mecanismos de Independência do Presidente e Tamanho do Conselho de Administração estão positivamente associados à diversificação da firma. E, além disso, empresas cujos executivos têm participação nos lucros apresentaram maiores níveis de diversificação e redução no seu valor.

Outro estudo que tratou dos temas relacionados à Estratégia e Governança Corporativa foi o de Silva, W. M. e Black (2005), que utilizaram uma análise do desempenho do gerenciamento de suprimentos frente aos mecanismos de Governança Corporativa. Os resultados sugeridos neste estudo são de que empresas que tenham estruturas de Governança Corporativa independente tendem para resultados de baixa eficiência de gerenciamento de suprimentos.

Tais evidências, quanto aos mecanismos de Governança Corporativa influenciarem os resultados das empresas, não são esclarecidas por completo. Dentro de questões relacionadas à independência do conselho da administração, foi sugerida uma ressalva para sua influência nos indicadores de performance das empresas, levando a crer que este mecanismo não seja um indicador dentro de parâmetros de monitoramento dos executivos (BHAGAT e BLACK, 2001).

2.2 GRUPOS ESTRATÉGICOS

O posicionamento das empresas dentro de determinadas Indústrias⁵ deriva de suas escolhas e de conhecimentos adquiridos ao longo do tempo. Tal é a importância da necessidade das escolhas das empresas, que autores como Porter

⁵ Autores como Porter (1979), Oster (1982) denominam Setor Industrial com Indústria. Neste trabalho a denominação para Setor Industrial será o de Indústria.

(1979), Oster (1982), Gluck (1986), Rumelt (1991), Ghemawat (2002) e Palepu, Bernard e Healy (2004) levantaram a possibilidade de se analisar a Indústria de uma forma mais específica, em estudo que buscasse um aprofundamento a um nível mais interno e proporcionasse um melhor entendimento dos acontecimentos ocorridos dentro de cada Indústria na economia.

Os trabalhos de Fiegenbaum e Thomas (1990,1995) e de Dranove, Peteraf e Shankey (1998) utilizaram uma análise mais detalhada em relação à Indústria, apresentando formas de comprovação da existência de sub-setor ou intra-setor dentro da economia, ou seja, firmas que participam de uma mesma Indústria e que apresentam um posicionamento estratégico específico proporciona a criação de sub-setores. Dentro da visão dos mesmos autores, esses sub-setores são denominados Grupos Estratégicos.

O termo “Grupo Estratégico” foi primeiro apresentado por Hunt, em 1972, e após este fato, diversos estudos se utilizaram do conceito para identificar dentro das Indústrias os competidores e seu posicionamento competitivo frente aos mesmos, o que pode ser exemplificado pela escolha do preço praticado pelas firmas com uma determinação destes grupos.

Alguns estudos internacionais, como, por exemplo, os realizados por Porter (1979), Porter (1980), McGee e Thomas (1986), Rumelt (1991), Tang e Thomas (1992) e McGahan e Porter (1997), têm verificado a existência de Grupos Estratégicos, também os relacionando como possíveis causas da lucratividade encontradas no interior da Indústria.

As definições de Grupo Estratégico, no meio acadêmico, podem ser atribuídas a Porter (1980), que define Grupo Estratégico como um grupo de firmas dentro de uma mesma Indústria, que toma decisões similares em áreas-chave, tais

como especialização, identificação de marca, qualidade do produto, liderança tecnológica, entre outras; e a de McGee e Thomas (1986), que afirmam que a definição de Grupo Estratégico relaciona-se ao agrupamento de negócios inseridos em uma Indústria, separados dos demais grupamentos pela forma de suas barreiras de mobilidade, ou seja, a dificuldade que empresas possuem diante da possibilidade de entrada e saída de um grupo para outro.

As formas de classificação dos Grupos podem ser específicas diante da escolha estratégica na qual a empresa está inserida. Porter (1979) utilizou a classificação pela identificação do tamanho da firma como forma de criação dos grupos, comparando o tamanho de uma empresa com sua posição como líder de mercado ou a empresa a ser seguida dentro de uma Indústria.

Já Oster (1982) usou a separação dos Grupos Estratégicos pela estratégia do produto baseada na diferenciação do nível de propaganda em relação à receita de vendas auferidas pelas firmas. Sendo assim, a divisão dos grupos ficou entre as empresas que trabalham com alto nível de propaganda em seus produtos contra as que apresentam baixo nível de propaganda. Apesar dos resultados não serem concludentes com a influência desta classificação dos grupos, a mesma autora sugere a importância de novos estudos que abordem o tema em questão para um melhor entendimento das Indústrias.

McGee e Thomas (1986) fizeram uma revisão bibliográfica em diversas pesquisas que propõem várias bases para a formação de Grupos Estratégicos, tais como diferenças de linhas de produtos, escopo geográfico do produto, grau de integração vertical, tamanho da firma, razão entre propaganda e média das vendas, grupo de clientes servidos, estratégia de financiamento, entre outras. A conclusão

obtida pelos autores é de que as barreiras de mobilidade e os mecanismos de isolamento possam ser formas de determinação de Grupos Estratégicos.

Tang e Thomas (1992) utilizam uma abordagem diferente para classificação de Grupos Estratégicos baseada em princípio de diferenciação mínima: onde as características dos produtos oferecidos pelas firmas competidoras tendem a serem similares, estas tendem a seguir a mesma estratégia e a formar grupos estratégicos. Tal afirmação vai ao encontro do proposto neste trabalho, que visa apresentar que tais escolhas proporcionem uma não-relevância do mecanismo de Governança Corporativa em conjunto com o desempenho das firmas, sendo que tais escolhas estratégicas recaem sobre os gestores em concomitante aceitação pelos acionistas.

Em uma abordagem na visão baseada em recursos (RBV), Tallman e Atchison (1996) definem Grupos Estratégicos como tipos de firmas que participam em uma Indústria e que apresentam uma configuração estratégica semelhante e, com isso, apresentam uma convergência em sua organização interna, procurando captar os mesmos recursos econômicos. Os mesmos atribuem tal classificação através de três competências assim informadas: competências específicas da Indústria, competências da estratégia da firma, e as próprias competências da estrutura da firma.

No Brasil, Kalaf e Bomtempo (1999) utilizaram Grupos Estratégicos como instrumento analítico para estudar a competição na Indústria e a operacionalização das estratégias utilizadas pelas firmas participantes através de seus recursos disponíveis. Tal trabalho alinhou uma relação entre a Organização Industrial e a Visão Baseada em Recursos, para identificação desta competição e operacionalização das estratégias.

Outros estudos como de Faria et al. (2005), identificaram um maior conteúdo explicativo do Fator Grupo Estratégico em relação ao Fator Indústria, tendo como ponto de estudo a mensuração da performance pelos componentes de variância, em que os resultados apresentados pelo referido estudo indicam que o Fator Grupo Estratégico explica mais a performance que o Fator Indústria.

Almeida et al. (2006), utilizando-se da mesma classificação abordada por Faria et al. (2005), sugere que existe evidência de gerenciamento de resultados em determinados Grupos Estratégicos.

Tais características abordadas acima levam a indicar que o termo Grupo Estratégico está localizado entre a Indústria e a Firma, e que confere a sua utilidade pela identificação de um nicho de mercado onde os concorrentes se posicionam em determinados grupos, levando em consideração seu posicionamento estratégico, mesmo que pertençam à mesma Indústria.

Para tanto, o presente estudo utilizou tal posicionamento dentro das características abordadas na pesquisa de Faria et al (2005), que usou a mesma linha do trabalho de Tang e Thomas (1992) aplicado às empresas brasileiras, relacionando a separação de Grupos Estratégicos dentro das Indústrias pela similaridade de produtos e serviços oferecidos pelas empresas componentes. A Tabela 1 abaixo representa o critério utilizado para a separação dos Grupos Estratégicos.

Tabela 1 – Indústrias e seus Grupos Estratégicos formados através do critério de diferença de produtos ou serviços oferecidos ao mercado pelas firmas componentes.

| INDÚSTRIA | GRUPO ESTRATÉGICO | PRODUTOS/ SERVIÇOS |
|------------------|--------------------------|---|
| Alimento | Carnes e derivados | Carnes de aves, bovina e suína e embutidos em geral |
| | Grãos | Café e cereais. |
| | Laticínios | Leite e seus derivados |

| INDÚSTRIA | GRUPO ESTRATÉGICO | PRODUTOS/ SERVIÇOS |
|----------------------|--|--|
| Comércio | Lojas Especializadas | Comercialização de uma linha específica de produtos |
| | Lojas de Departamentos | Comercialização de várias linhas de produtos |
| Construção | Edifícios Residenciais e Comerciais | Edificação de Edifícios Residenciais e Comerciais |
| | Pontes e Estradas | Edificação de Pontes e Estradas |
| | Serviços Especializados em Engenharia | Realização de Medições e emissão de relatórios técnicos |
| Eletroeletrônico | Eleto Pesado | Fogões, geladeiras, lavadoras e ar-condicionado. |
| | Áudio e Vídeo | Aparelhos de som, vídeos cassetes e dvds, televisores. |
| Máq. Industriais | Equipamentos Motorizados | Motores, Compressores e Injetores. |
| | Equipamentos Estruturais | Galpões e Silos. |
| Papel e Celulose | Papel | Papel e Papelão |
| | Celulose e Derivados | Celulose e Aglomerados. |
| Petróleo e Gás | Distribuição de Gás | Distribuição de Gás de Cozinha |
| | Extração, refino e distribuição de derivados | Extração, refino e distribuição de derivados de petróleo |
| Química | Petroquímicos | Derivados do petróleo, não combustíveis. |
| | Fertilizantes | Fertilizantes |
| Siderurgia | Aço Bruto | Aço em pelotas, placas ou tiras |
| | Aço em Peças | Aço em peças usinadas |
| Telecomunicações | Telefonia Fixa | Serviços em Telefonia Fixa |
| | Telefonia Móvel | Serviços em Telefonia Móvel |
| Têxtil | Vestuário | Roupas e calçados |
| | Fios e Tecidos | Fios e Tecidos |
| Veículos e Autopeças | Peças de Aço | Peças para motores, transmissão e direção |
| | Acessórios | Faróis e produtos plásticos para acabamento. |

Fonte: Faria et al. (2005)

Capítulo 3

3 METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

A amostra inicialmente partiu da coleta dos dados da base de informações Econômica, a qual possui dados das companhias brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA. Outra fonte de dados utilizada neste estudo foi o Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN⁶ (DIVEXT)⁷, que contém todas as informações relacionadas a Governança Corporativa remetidas pelas empresas anualmente, que também é denominada de Informações Anuais (IAN).

Em relação à definição do período a ser trabalhado, diante da limitação do período relacionado às Informações Anuais disponibilizadas pelas empresas ter como início o ano de 1997, o presente trabalho utilizou o intervalo entre os anos de 1997 e 2004.

O Quadro 1 relaciona de forma resumida as fontes de dados secundários acessadas para composição da amostra deste capítulo e as variáveis apresentadas no tópico 3.2.

⁶ ITR – Informações Trimestrais, DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas, e IAN – Informações Anuais.

⁷ Para maiores detalhes sobre o sistema de informações de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT), acessar o endereço da Bovespa www.bovespa.com.br

| Sistema de Informações | Dados Coletados |
|-----------------------------|--|
| Divulgação Externa (DIVEXT) | Presidente da Empresa Presidente do Conselho de Administração Número de Participantes do Conselho de Administração Externos Número de Participantes do Conselho de Administração Internos Participação nos Lucros pelos Executivos da Empresa Distribuição de Capital da Empresa Distribuição dos Produtos Oferecidos pela Empresa |
| Economática® | Ativo Circulante Ativo Total Estoques Exigível a Longo Prazo Lucro Líquido Passivo Circulante Patrimônio Líquido Valor de Mercado das Ações Ordinárias Valor de Mercado das Ações Preferenciais |
| Internet | Site das Empresas |

Fonte: elaborado pelo autor.

Quadro 1 – Sistemas de informações utilizados no estudo.

Em uma primeira coleta nos bancos de dados relacionados, foram listadas 311 empresas ativas na Bovespa em janeiro de 2006, distribuídas em 18 setores, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2 – Número de Empresas Selecionadas Inicialmente para Pesquisa por Setor da Economia.

| Setor | Nº. Empresas | Percentual |
|-------------------------|--------------|---------------|
| Agro e Pesca | 2 | 0.64 |
| Alimentos e Bebidas | 18 | 5.79 |
| Comércio | 14 | 4.50 |
| Construção | 13 | 4.18 |
| Eletroeletrônicos | 7 | 2.25 |
| Energia Elétrica | 35 | 11.25 |
| Máquinas Industriais | 5 | 1.61 |
| Mineração | 3 | 0.96 |
| Minerais não-Metálicos | 4 | 1.29 |
| Outros | 62 | 19.94 |
| Papel e Celulose | 8 | 2.57 |
| Petróleo e Gás | 8 | 2.57 |
| Química | 19 | 6.11 |
| Siderurgia e Metalurgia | 31 | 9.97 |
| Telecomunicações | 23 | 7.40 |
| Têxtil | 28 | 9.00 |
| Transporte e Serviços | 13 | 4.18 |
| Veículos e peças | 18 | 5.79 |
| Total | 311 | 100.00 |

Fonte: elaborado pelo autor.

Seguindo o estudo de Faria et al. (2005), as empresas listadas foram classificadas de acordo com o Grupo Estratégico às quais pertencem. A Tabela 3 apresenta a classificação do referido autor, que utilizou o critério de organização dos Grupos Estratégicos baseada na similaridade dos produtos e serviços oferecidos pelas empresas participantes. Tal classificação foi originada dos estudos de (TANG e THOMAS, 1992).

Tabela 3 – Número de Empresas Participantes da Pesquisa por Grupo Estratégico.

| INDÚSTRIA | GRUPO ESTRATÉGICO | Nº. Empresas | % |
|----------------------|--|---------------------|---------------|
| Alimento | Carnes e derivados | 4 | 2.52 |
| | Grãos | 5 | 3.14 |
| | Laticínios | 3 | 1.89 |
| Comércio | Lojas Especializadas | 5 | 3.14 |
| | Lojas de Departamentos | 7 | 4.40 |
| Construção | Edifícios Residenciais e Comerciais | 9 | 5.66 |
| | Pontes e Estradas | 4 | 2.52 |
| | Serviços Especializados em Engenharia | 2 | 1.26 |
| Eletroeletrônico | Eleto Pesado | 3 | 1.89 |
| | Audio e Vídeo | 2 | 1.26 |
| Máq. Industriais | Equipamentos Motorizados | 5 | 3.14 |
| | Equipamentos Estruturais | 3 | 1.89 |
| Papel e Celulose | Papel | 3 | 1.89 |
| | Celulose e Derivados | 6 | 3.77 |
| Petróleo e Gás | Distribuição de Gás | 3 | 1.89 |
| | Extração, refino e distribuição de derivados | 5 | 3.14 |
| Química | Petroquímicos | 13 | 8.18 |
| | Fertilizantes | 3 | 1.89 |
| Siderurgia | Aço Bruto | 2 | 1.26 |
| | Aço em Peças | 20 | 12.58 |
| Telecomunicações | Telefonia Fixa | 7 | 4.40 |
| | Telefonia Móvel | 10 | 6.29 |
| Têxtil | Vestuário | 9 | 5.66 |
| | Fios e Tecidos | 17 | 10.69 |
| Veículos e Autopeças | Peças de Aço | 5 | 3.14 |
| | Acessórios | 4 | 2.52 |
| Total | | 159 | 100.00 |

Fonte: elaborado pelo autor.

Outro tratamento necessário para a amostra está relacionado às variáveis de Governança Corporativa utilizadas, tornando assim tais dados um painel não-balanceado. Sendo assim, foram retiradas da base às observações que não

apresentaram informações no período deste trabalho, ou seja, os anos em que não tenham sido remetidas as Informações Anuais para a Bovespa pelas empresas.

Portanto, ao final do tratamento da amostra que continha em seu início 311 empresas e 2.454 observações, passou-se para 159 empresas e 1.175 observações.

3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

As variáveis dependentes neste estudo são as de performance, que incluem o Q de Tobin, Rentabilidade sobre o Ativo (ROA) e Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE). Os valores obtidos nestas variáveis foram retirados no banco de dados do Economática, para melhor detalhamento das variáveis (veja o Apêndice A).

As variáveis independentes, ou explicativas, foram selecionadas de acordo com as premissas estabelecidas pelo referencial teórico. As variáveis relacionadas são as de Governança Corporativa que serão abordadas seguindo a linha de conflito de agência, sendo esta, uma forma que as empresas têm para reduzir a expropriação dos acionistas frente ao agente que exerce o direito da tomada de decisão delegada pelo principal (JENSEN E MECKLING, 1976).

Para melhor detalhamento das variáveis de Governança Corporativa usadas neste trabalho, observe-se o Apêndice B.

Foram também utilizadas outras variáveis para complementação do modelo. As variáveis utilizadas como controle foram o tamanho da firma e a diversificação. Numa primeira análise, a escolha de ambas variáveis se deu pelo alto grau de complexidade que as grandes empresas têm devido ao seu porte, tamanho de

operações e forma de monitoramento dos gestores diante da possibilidade de expropriação, em virtude da decisão de diversificar seus produtos.

O tamanho da firma é também considerado devido à sua vasta utilização em trabalhos empíricos como, por exemplo, os trabalhos de Anderson et al. (2000), Bhagat and Black (2001), Silveira (2002), Silva, W. M. e Black (2004), Silva, W. M. e Black (2005), e pela sua influência no desempenho das empresas, onde os trabalhos informados identificam tal relevância.

A diversificação foi utilizada devido aos trabalhos como o de Anderson et al. (2000), Collin e Bengtsson (2000) e Silva, W. M. e Black (2004) apresentarem evidências relacionadas à Governança Corporativa, em virtude da possibilidade de conflito de agência que impacta no nível de monitoramento das empresas.

O tratamento para a variável Grupo Estratégico seguiu, como já abordado anteriormente, a classificação segundo Tang e Thomas (1992) e Faria et al. (2005), que se baseiam no critério de diferença de produtos ou serviços oferecidos ao mercado.

As variáveis de controle, Grupos Estratégicos e outras são apresentadas de forma mais detalhada no Apêndice C.

As estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes estão resumidas na Tabela 4.

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes.

| Variáveis | Sigla | Valores | Número Obs. | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Mediana | Máximo |
|--|-------|-----------|-------------|---------|---------------|---------|---------|---------|
| Q de Tobin | Q | Numéricos | 1175 | 0.5504 | 1.0009 | -0.9123 | 0.3668 | 10.1338 |
| ROA | ROA | Numéricos | 1171 | -0.0078 | 0.1889 | -2.0655 | 0.0228 | 0.4765 |
| ROE | ROE | Numéricos | 1171 | 0.0425 | 0.5454 | -4.8005 | 0.0785 | 6.0172 |
| Independência do Presidente | T | 0 ou 1 | 1056 | 0.6629 | 0.4730 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Independência do Conselho de Administração | U | 0 a 1 | 1175 | 0.8103 | 0.1489 | 0.0000 | 0.8000 | 1.0000 |
| Tamanho do Conselho de Administração | V | Numéricos | 1175 | 6.2868 | 2.8155 | 1.0000 | 6.0000 | 21.0000 |
| Participação nos Lucros da Empresa | W | 0 ou 1 | 1175 | 0.5711 | 0.4951 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Concentração Acionária | Y | 0 a 1 | 1175 | 0.4376 | 0.2893 | 0.0104 | 0.3675 | 1.0000 |
| Diversificação | Z | 0 a 1 | 1119 | 0.5359 | 0.2817 | 0.0000 | 0.4827 | 1.0000 |
| Tamanho da Empresa | F | Numéricos | 1171 | 13.2950 | 1.7440 | 9.3220 | 13.2300 | 18.8190 |

Fonte: elaborado pelo autor

Devido à sensível diferença apresentada entre as médias das variáveis Tamanho do Conselho de Administração⁸ (V) e Tamanho da Empresa (F) e as demais, foram utilizados dois tratamentos distintos para a aproximação das médias. Para a primeira variável, efetuou-se o cálculo do quadrado da variável V e, após, foi aplicado o logaritmo sobre a mesma para aproximar as médias das variáveis. Este critério também foi utilizado por Silveira (2002, p. 67), que atribuiu sua utilização a questões relacionadas à forma discreta e pela pressuposição da variável ser contínua. Para a segunda variável, foi efetuado o cálculo sobre a média obtida pela mesma, conforme Tabela 4. Este procedimento foi tomado para evitar possíveis divergências nos resultados, devido a esta dispersão entre as médias observadas.

⁸ Foi efetuado um cálculo para se obter a variável Tamanho do Conselho de Administração (V), utilizando-se o logaritmo da variável ao quadrado. O Apêndice B apresenta de forma detalhada o cálculo efetuado, mas para orientação do trabalho será mantido o nome acima apresentado.

Depois desta operação, a estatística descritiva ficou assim apresentada, conforme seguir.

Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes.

| Variáveis | Sigla | Valores | Número Obs. | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Mediana | Máximo |
|--|-------|-----------|-------------|---------|---------------|---------|---------|---------|
| Q de Tobin | Q | Numéricos | 1175 | 0.5504 | 1.0009 | -0.9123 | 0.3668 | 10.1338 |
| ROA | ROA | Numéricos | 1171 | -0.0078 | 0.1889 | -2.0655 | 0.0228 | 0.4765 |
| ROE | ROE | Numéricos | 1171 | 0.0425 | 0.5454 | -4.8005 | 0.0785 | 6.0172 |
| Independência do Presidente | T | 0 ou 1 | 1056 | 0.6629 | 0.4730 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Independência do Conselho de Administração | U | 0 a 1 | 1175 | 0.8103 | 0.1489 | 0.0000 | 0.8000 | 1.0000 |
| Tamanho do Conselho de Administração | V | Numéricos | 1175 | 1.5135 | 0.3830 | 0.3010 | 1.6232 | 2.6646 |
| Participação nos Lucros da Empresa | W | 0 ou 1 | 1175 | 0.5711 | 0.4951 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Concentração Acionária | Y | 0 a 1 | 1175 | 0.4376 | 0.2893 | 0.0104 | 0.3675 | 1.0000 |
| Diversificação | Z | 0 a 1 | 1119 | 0.5359 | 0.2817 | 0.0000 | 0.4827 | 1.0000 |
| Tamanho da Empresa | F | Numéricos | 1171 | 1.0001 | 0.1313 | 0.7012 | 0.9951 | 1.4155 |

Fonte: elaborado pelo autor

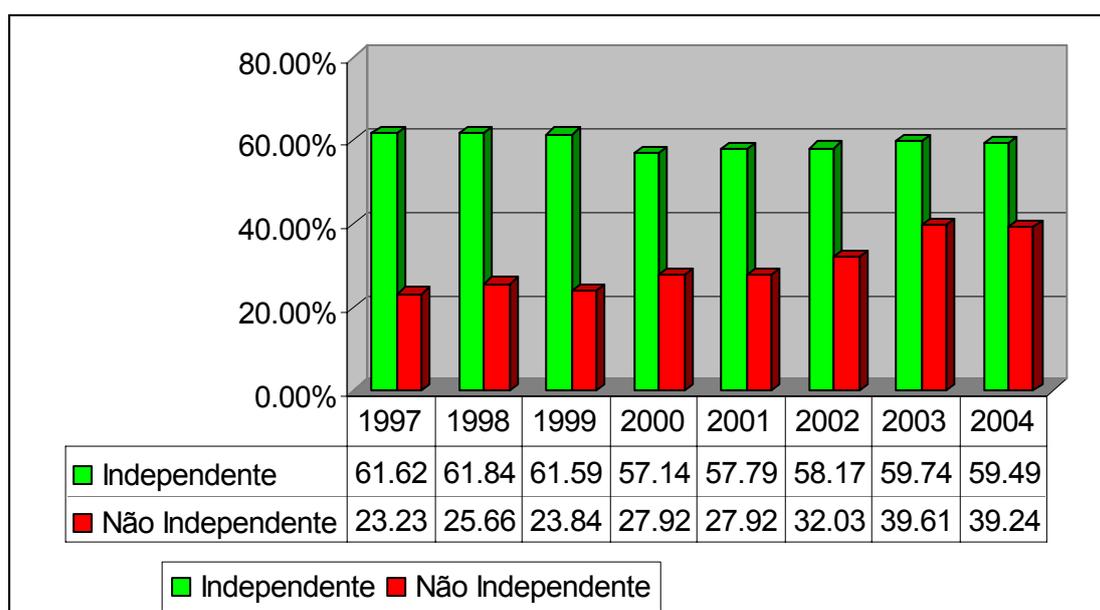
Foram efetuadas análises mais detalhadas nas variáveis de Governança Corporativa para uma identificação do comportamento durante os anos relacionados ao período trabalhado. Estas análises visam verificar como se comportaram as empresas frente à implementação pela Bovespa do Novo Mercado⁹.

Observando o Gráfico 1, pode-se identificar que não ocorreram alterações tão acentuadas no comportamento da variável independência do presidente (T), já que a variação sempre esteve em torno de 57% a 62% e, nem mesmo com a

⁹ O Novo Mercado é um segmento criado pela Bovespa em 2000 que se destina a negociação de ações por empresas que se comprometem de forma voluntária, a adotar práticas de Governança Corporativa superiores às que são designadas pela legislação, e que têm como objetivo permitir uma maior valorização e liquidez destas ações.

implementação do Novo Mercado pela Bovespa em 2001, ocasionou uma oscilação nesta composição.

Um ponto importante a ser observado é o que ocorreu nos anos de 2003 e 2004, que apresentaram um relativo aumento das empresas que têm a mesma pessoa exercendo os dois cargos, o de presidente da empresa e o de presidente de conselho de administração, indo em direção contrária ao proposto pelas boas práticas de Governança Corporativa, segundo o código do IBGC – que informa em seu regulamento a necessidade de independência destes dois cargos, ou seja, a mesma pessoa não pode exercer ao mesmo tempo os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de Presidente da Empresa.



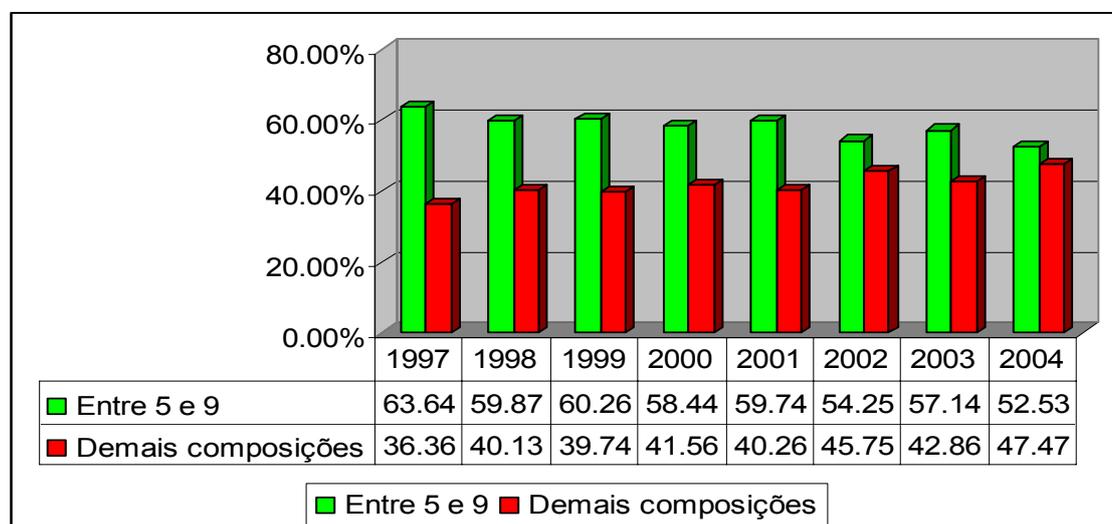
Fonte: elaborado pelo autor

Gráfico 1 – Variável Independência do Presidente entre no período de 1997 a 2004.

Partindo de uma análise baseada na composição do conselho de administração, Silveira (2004) apresenta que sua formação deve conter entre 5 e 9 conselheiros como o número ideal. Esta composição do tamanho ideal do Conselho de Administração também é utilizada pelo IBGC em seu código de boas práticas de Governança Corporativa.

Levando isso em consideração, pode-se observar no Gráfico 2 como estão configuradas as empresas em relação à sua composição de membros do conselho ao longo do período de estudo. Pela análise obtida no mesmo gráfico, há uma tendência de queda nas composições dos conselhos, para entre 5 e 9 conselheiros, e um aumento de outras composições, diferentemente do considerado ideal para IBGC.

Chama a atenção também a grande quantidade de empresas que trabalham com o tamanho do conselho menor, com 3 (três) membros. Tais dados foram visualizados quando da criação da base. Dentro dos dados do trabalho, notou-se que quase 20% do total de observações se encontram nesta posição, indo assim em sentido contrário ao proposto pelo IBGC, que estabelece o número mínimo de 5 (cinco) membros do Conselho de Administração.

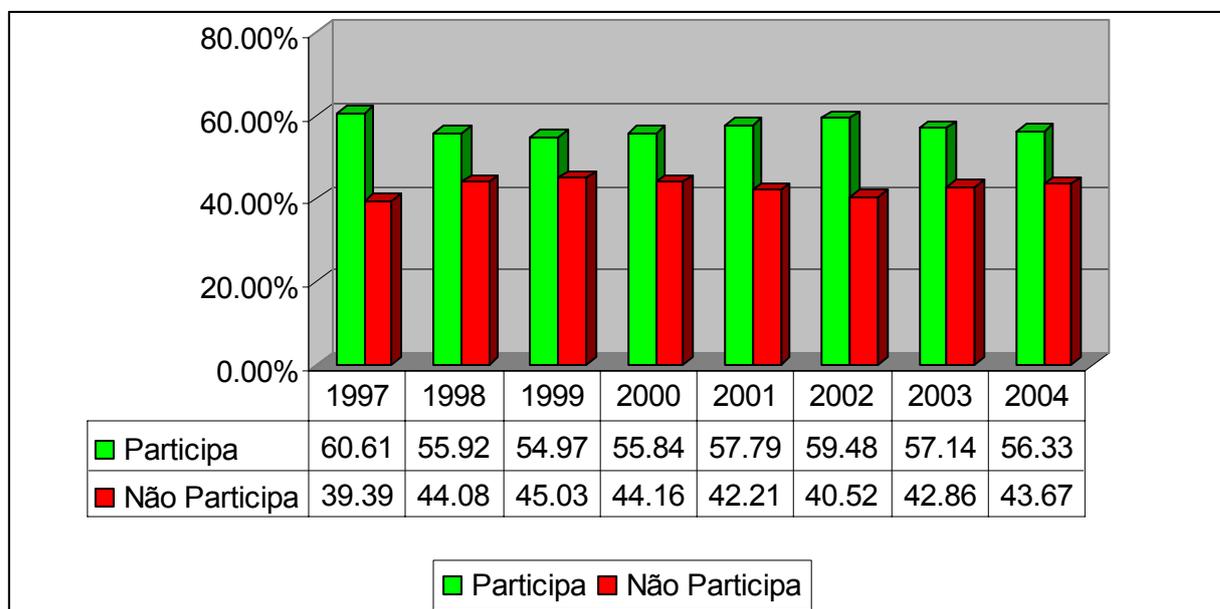


Fonte: elaborado pelo autor.

Gráfico 2 – Composição do Tamanho do Conselho de Administração entre no período de 1997 a 2004.

A variável Participação no Lucro da Empresa pelos Executivos não obteve alterações significativas no período deste estudo. A oscilação ficou nos patamares de 55% a 60% de empresas que oferecem participação nos lucros aos seus

executivos. O Gráfico 3 apresenta o comportamento desta variável no período de tempo trabalhado neste estudo.



Fonte: elaborado pelo autor.

Gráfico 3 – Participação nos Lucros das Empresas no período de 1997 a 2004.

A matriz de correlação das variáveis independentes é apresentada na Tabela 5. As correlações entre essas variáveis são, em geral, modestas, apresentando uma variação entre 0,458 a -0,244, o que reduz a possibilidade de multicolinearidade. Apesar desta possibilidade reduzida, os testes efetuados foram feitos com as variáveis sendo trabalhadas no modelo de forma separada para uma análise do comportamento dentro dos Grupos Estratégicos dos mecanismos de Governança Corporativa.

Tabela 6 – Matriz de Correlação para as Variáveis Explicativas.

| Variável | Q | ROA | ROE | T | U | V | W | Y | Z | F |
|----------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|-------|
| ROA | -0.580* | | | | | | | | | |
| ROE | 0.079* | 0.045 | | | | | | | | |
| T | -0.011 | 0.140* | 0.021 | | | | | | | |
| U | 0.109* | 0.065** | 0.035 | 0.457* | | | | | | |
| V | 0.121* | 0.050*** | 0.023 | 0.287* | 0.340* | | | | | |
| W | -0.100* | 0.082* | 0.002 | 0.018 | -0.001 | 0.108* | | | | |
| Y | 0.012 | 0.016 | -0.003 | -0.079* | -0.073** | -0.261* | -0.130* | | | |
| Z | 0.008 | -0.010 | 0.003 | -0.113* | -0.034 | -0.215* | -0.103* | 0.071** | | |
| F | 0.080* | 0.270* | 0.050** | 0.222* | 0.291* | 0.444* | 0.036 | -0.009 | -0.222* | |
| ANO | 0.179* | 0.009 | 0.098* | -0.092* | 0.023 | 0.003 | 0.001 | 0.084* | 0.025 | 0.033 |

Os asteriscos indicam os níveis de significância dos coeficientes: * para 1%, ** para 5% e *** para 10%.

3.3 MODELO ECONOMETRICO

Para este estudo foram feitos dois modelos que estão baseados em uma regressão multivariada através de uma *cross-section*, utilizou-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), em que a estrutura de cada modelo foi baseada no estudo de Mendes-da-Silva e Black (2004).

Dentro da visão relacionada à regressão multivariada, Wooldridge (2006, p. 64) destaca que “tal análise é mais receptiva à análise *ceteris paribus*, pois ela nos permite controlar *explicitamente* muitos outros fatores que, de maneira simultânea, afetam a variável dependente”.

Os dois modelos levaram em consideração as variáveis dependentes de desempenho financeiro ROA e ROE (4) e Q de Tobin (5), relacionando-as com as variáveis independentes de Governança Corporativa e Grupo Estratégico.

Para uma maior objetividade quanto à representatividade dos modelos, as variáveis de desempenho financeiro foram apresentadas de forma resumida. Com isso, reduziu-se a necessidade de inúmeras fórmulas para representação dos

modelos. Assim, as variáveis de desempenho foram representadas da seguinte forma:

$$\mathbf{DD = ROA \text{ ou } ROE} \quad \mathbf{(1)}$$

DD = Variável que representa as variáveis de desempenho Retorno sobre o Ativo (ROA) e Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE).

ROA = Retorno sobre o Ativo.

ROE = Rentabilidade do Patrimônio Líquido.

O mesmo critério foi utilizado levando-se em consideração as variáveis de Governança Corporativa. Como a presente pesquisa se utiliza de cinco variáveis, o que proporciona a demonstração de cinco modelos, criou-se uma variável que as representasse em um único modelo. Abaixo, está descrita a variável que representa tais variáveis de Governança Corporativa.

$$\mathbf{GC = T \text{ ou } U \text{ ou } V \text{ ou } W \text{ ou } Y} \quad \mathbf{(2)}$$

A variável que relaciona o valor da empresa, neste caso o Q de Tobin, recebeu tratamento semelhante devido à diferença entre os modelos de regressão que serão abordados a seguir. Abaixo, segue a descrição da variável:

$$\mathbf{DQ = Q} \quad \mathbf{(3)}$$

Dentro do que foi apresentado, o modelo que representa o desempenho das empresas frente às variáveis de Governança Corporativa com a inclusão da variável Grupo Estratégico e que leva em consideração as fórmulas (1) e (2), ficou assim representado:

$$DD_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 Z_{it} + \beta_3 F_{it} + \beta_4 G_{it} + \beta_5 ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

DD = Variáveis de desempenho da empresa Retorno sobre o Ativo (ROA) ou Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) na empresa *i* no ano *t*;

GC = Independência do Presidente do Conselho (T) ou Grau de Independência do Conselho (U) ou logaritmo do quadrado do número de membros do Conselho (V) ou Controle Acionário da Firma (Y) ou Participação dos Executivos nos Lucros (W)¹⁰ para a empresa *i* no ano *t*;

Z = Índice de diversificação da firma baseado na concentração das receitas nos três produtos mais vendidos na empresa *i* no ano *t*;

F = Tamanho da Firma baseado no logaritmo natural do ativo da empresa *i* no ano *t*;

G = *Dummies* setoriais para representar o Grupo Estratégico no qual a empresa *i* está inserida e no ano *t*;

ANO = Ano que apresenta os dados da empresa *i* e no ano *t*;

ε = Termo de erro do modelo empresa *i* e no ano *t*.

O outro modelo utilizado buscou avaliar o valor da empresa e incluir a variável Retorno sobre Ativo (ROA) para dar maior robustez ao resultado. Tal variável também foi utilizada no estudo de Yermack (1996). Segue abaixo o modelo utilizando as fórmulas (2) e (3):

$$DQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Z_{it} + \beta_4 F_{it} + \beta_5 G_{it} + \beta_6 ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

DQ = O valor da empresa pelo cálculo do Q de Tobin da empresa *i* no ano *t*;

¹⁰ As variáveis de Governança Corporativas estão apresentadas de forma detalhada no Apêndice C deste trabalho.

GC = Independência do Presidente do Conselho (T) ou Grau de Independência do Conselho (U) ou logaritmo do quadrado do número de membros do Conselho (V) ou Controle Acionário da Firma (Y) ou Participação dos Executivos nos Lucros (W)¹¹ para a empresa i no ano t ;

ROA = Retorno sobre Ativo na empresa i no ano t ;

Z = Índice de diversificação da firma baseado na concentração da receitas nos três produtos mais vendidos na empresa i no ano t ;

F = Tamanho da Firma baseado no logaritmo natural do ativo da empresa i no ano t ;

G = *Dummies* setoriais para representar o Grupo Estratégico no qual a empresa i está inserida e no ano t ;

ANO = Ano que apresenta os dados da empresa i e no ano t ;

ε = Termo de erro do modelo empresa i e no ano t .

Após esta abordagem, os testes serão efetuados de uma forma separada para cada variável de Governança Corporativa, buscando identificar o comportamento da estruturas de Governança encontradas nos Grupos Estratégicos e verificar sua influência no desempenho nas empresas.

¹¹ As variáveis de Governança Corporativas estão apresentadas de forma detalhada no Apêndice C deste trabalho.

Capítulo 4

4 ANÁLISES DOS RESULTADOS

As variáveis da regressão dos modelos utilizados não apresentaram multicolinearidade e isto foi verificado pelos *VIFs* (*variance inflation factors*) que se apresentaram abaixo de 6. Gujarati (2000) e Wooldridge (2006) indicam que se o *VIF* exceder a 10, tal variável é altamente colinear.

A seguir serão apresentados os resultados relacionados às variáveis de performance trabalhadas neste estudo.

4.1 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA SOBRE O RETORNO DO ATIVO (ROA)

Os resultados obtidos pela variável dependente Retorno sobre Ativo (ROA) são apresentados de forma detalhada na Tabela 6, onde estão descritos os valores do erro padrão, os coeficientes betas (β) e os níveis de significância dentro de um modelo de regressão utilizando a variável dependente Retorno sobre Ativo (ROA).

Os modelos foram baseados na fórmula (4), apresentada na seção 3.3, que descreve uma regressão multivariada através de um corte transversal utilizando o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que incluiu as variáveis *dummies* para representar os Grupos Estratégicos descritos pela classificação pela similaridade de produtos e serviços oferecidos pelas empresas componentes (TANG E THOMAS, 1992; FARIA et al., 2005; ALMEIDA et al., 2006).

Outro ponto importante a ser lembrado é de que as variáveis de Governança Corporativa foram utilizadas de forma separada. Cada coluna apresentada na

Tabela 6 representa um modelo de regressão com a apresentação de cada mecanismo de Governança Corporativa.

Tabela 7 – Regressão multivariada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com a variável dependente ROA.

| Modelos de Regressões com as Variáveis de Governança Corporativa | | | | | |
|--|---------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| | Independência do Presidente (T) | Independência do Conselho (U) | Tamanho do Conselho (V) | Participação nos Lucros (W) | Concentração Acionária (Y) |
| Variáveis de Governança | 0.023 (0.014) | -0.038 (0.043) | -0.053* (0.018) | 0.027** (0.012) | 0.017 (0.022) |
| Diversificação | 0.049** (0.024) | 0.041*** (0.022) | 0.026 (0.022) | 0.043** (0.022) | 0.039*** (0.022) |
| Log do Tamanho da Firma | 0.408* (0.060) | 0.446* (0.056) | 0.495* (0.058) | 0.433* (0.055) | 0.441* (0.055) |
| ANO | 0.001 (0.003) | -0.000 (0.002) | -0.000 (0.002) | -0.000 (0.002) | -0.000 (0.002) |
| carnes e derivados | 0.144* (0.050) | 0.159* (0.048) | 0.148* (0.048) | 0.146* (0.048) | 0.158* (0.048) |
| grãos | -0.033 (0.048) | -0.027 (0.046) | -0.030 (0.046) | -0.028 (0.046) | -0.021 (0.046) |
| laticínios | 0.146* (0.053) | 0.134* (0.052) | 0.119** (0.052) | 0.147* (0.052) | 0.130** (0.052) |
| Lojas Especializadas | 0.224* (0.047) | 0.239* (0.045) | 0.225* (0.045) | 0.234* (0.045) | 0.245* (0.045) |
| Lojas de Departamentos | 0.182* (0.045) | 0.187* (0.044) | 0.182* (0.043) | 0.177* (0.044) | 0.190* (0.044) |
| Edifícios Residenciais e Comerciais | 0.180* (0.046) | 0.186* (0.041) | 0.187* (0.040) | 0.189* (0.040) | 0.193 (0.041) |
| Pontes e Estradas | 0.163* (0.050) | 0.166* (0.048) | 0.152* (0.048) | 0.182* (0.048) | 0.170* (0.048) |
| Serviços Especializados em Engenharia | 0.242* (0.079) | 0.261* (0.057) | 0.253* (0.057) | 0.268* (0.057) | 0.264* (0.057) |
| Eleto Pesado | 0.234* (0.067) | 0.182* (0.054) | 0.156* (0.054) | 0.174* (0.054) | 0.189* (0.054) |
| Áudio e Vídeo | 0.133*** (0.068) | 0.147* (0.057) | 0.166* (0.056) | 0.155* (0.056) | 0.155* (0.056) |
| Equipamentos Motorizados | 0.191* (0.048) | 0.196* (0.047) | 0.195* (0.046) | 0.194* (0.046) | 0.202* (0.046) |
| Equipamentos Estruturais | 0.179* (0.053) | 0.189* (0.051) | 0.175* (0.050) | 0.176* (0.050) | 0.188* (0.051) |

Modelos de Regressões com as Variáveis de Governança Corporativa

| | Independência do Presidente (T) | Independência do Conselho (U) | Tamanho do Conselho (V) | Participação nos Lucros (W) | Concentração Acionária (Y) |
|---|---------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| Papel | 0.140** (0.056) | 0.161* (0.050) | 0.158* (0.050) | 0.164* (0.050) | 0.151* (0.051) |
| Celulose e Derivados | 0.143* (0.048) | 0.155* (0.045) | 0.159* (0.045) | 0.158* (0.045) | 0.151* (0.045) |
| Distribuição de Gás | 0.167* (0.053) | 0.184* (0.050) | 0.185* (0.050) | 0.192* (0.050) | 0.181* (0.052) |
| Extração, refino e distrib. de derivados | 0.167* (0.049) | 0.178* (0.045) | 0.168* (0.045) | 0.167* (0.046) | 0.182* (0.046) |
| Petroquímicos | 0.176* (0.042) | 0.190* (0.039) | 0.185* (0.039) | 0.183* (0.039) | 0.188* (0.039) |
| Fertilizantes | 0.167* (0.054) | 0.175* (0.050) | 0.175* (0.050) | 0.169* (0.050) | 0.174* (0.050) |
| Aço Bruto | 0.164* (0.059) | 0.175* (0.057) | 0.183* (0.056) | 0.164* (0.057) | 0.176* (0.056) |
| Aço em Peças | 0.144* (0.039) | 0.136* (0.037) | 0.128* (0.036) | 0.134* (0.036) | 0.135* (0.037) |
| Telefonia Fixa | 0.088*** (0.048) | 0.092** (0.045) | 0.081*** (0.045) | 0.093** (0.045) | 0.092** (0.045) |
| Telefonia Móvel | 0.100** (0.044) | 0.114* (0.041) | 0.119* (0.041) | 0.115* (0.041) | 0.113* (0.041) |
| Vestuário | 0.024 (0.044) | 0.049 (0.042) | 0.042 (0.042) | 0.046 (0.042) | 0.053 (0.042) |
| Fios e Tecidos | 0.153* (0.040) | 0.165* (0.037) | 0.171* (0.037) | 0.158* (0.037) | 0.169* (0.037) |
| Peças de Aço | 0.227* (0.047) | 0.227* (0.044) | 0.212* (0.044) | 0.221* (0.044) | 0.226* (0.044) |
| Const. | -1.482 (5.287) | -0.239 (4.869) | -0.167 (4.850) | 0.028 (4.860) | 0.155 (4.891) |
| Observações | 992 | 1111 | 1111 | 1111 | 1111 |
| R² | 0,1650 | 0,1647 | 0,1709 | 0,1680 | 0,1646 |
| R² Adj | 0,1399 | 0,1423 | 0,1487 | 0,1456 | 0,1422 |

Nota: a tabela apresenta uma regressão OLS para 26 Grupos Estratégicos.

As regressões foram efetuadas de forma separada para cada variável de Governança Corporativa, conforme o modelo abaixo:

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 Z_{it} + \beta_3 F_{it} + \beta_4 G_{it} + \beta_5 ANO_{it} + v_{it}$$

A variável GC indica as variáveis de Governança Corporativa apresentadas em cada modelo.

Os valores apresentados são os dos coeficientes (β) e, entre parênteses, os erros padrão.

* Significância de 1%

** Significância de 5 %

*** Significância de 10 %

Fonte: elaborado pelo autor

Os resultados obtidos no modelo que envolveu a variável de Governança Corporativa Independência do Presidente do Conselho (T) não foram relevantes diante da presença da variável explanatória Grupo Estratégico, não rejeitando assim a hipótese sugerida neste trabalho. Apesar da correlação positiva da variável, a mesma não foi significativa para a explicação dos Retornos sobre os Ativos das firmas, indo no sentido contrário ao encontrado por Silva, W. M. e Black (2004), em que a independência do presidente do conselho apresentou significância dentro do modelo que relacionava a diversificação das firmas, sendo que o foco de análise do referido trabalho levou em consideração todas as variáveis de Governança Corporativa em conjunto.

Tal resultado sugere que as escolhas estratégicas de posicionamento, feitas pelo agente, não interferem diretamente nos retornos da empresa. Isto implica dizer que é irrelevante o monitoramento através da independência de seu presidente quando se relacionam tais mecanismos às escolhas estratégicas das empresas, não levando em conta a sua influência nos retornos da empresa.

Quanto ao que tange aos Grupos Estratégicos, dentro dos 25 Grupos Estratégicos trabalhados, 23 grupos apresentaram significância que variam de 1% a 10%. O grupo “Telefonia Fixa” foi o único que apresentou o resultado com nível de significância a 10%. Os grupos “Áudio e Vídeo”, “Papel” e “Telefonia Móvel” obtiveram o nível de significância de 5%, sendo que nos demais o nível obtido foi de 1%. Os grupos “Grãos” e “Vestuário” não apresentaram significância para o teste em questão. Tal resultado reflete que o posicionamento da empresa dentro de um determinado mercado está relacionado diretamente ao retorno da empresa.

O modelo que relaciona a variável Independência do Conselho de Administração (U) apresentou uma correlação negativa ($\beta = -0.0379$, $\rho = 0.375$) e

com ausência de significância, indicando que a variável Grupo Estratégico não obtém evidências para uma influência de posicionamento para tal mecanismo de Governança Corporativa que proporcione um impacto nos retornos das firmas.

Indo ao encontro do ocorrido com a variável independência do presidente do conselho, 23 Grupos apresentaram significância quanto aos retornos das firmas, sendo que os grupos “Grãos” e “Vestuário” foram os que não apresentaram significância para os retornos dentro do modelo.

O Tamanho do Conselho de Administração (V)¹² apresentou correlação negativa, com os retornos e nível de significância a 1% ($\beta = -0,039$, $\rho = 0.009$) indicando que quanto menor é o conselho de administração, maior é o retorno das firmas dentro do posicionamento das empresas. A relação oriunda deste resultado pode sugerir que empresas que definem um foco bem específico em sua estratégia apresentam uma maior agilidade de decisões, o que pode ser observado em um conselho de administração com um tamanho reduzido, com isso, reduzindo a probabilidade de dispersão de força pelo mesmo.

Participação nos Lucros da Empresa (W) pelos executivos das firmas obteve também significância a um nível de 5% de confiança. Esta relação pode advir da questão da relação da possibilidade de gerenciamento de resultados dentro das firmas, conforme indicado no estudo de ALMEIDA et al. (2006).

A Concentração Acionária (Y) não apresentou significância dentro do modelo, sugerindo uma independência das empresas posicionadas frente ao tipo de controle acionário da empresa, se mais concentrado ou menos concentrado.

¹² Foram realizados testes levando em consideração a variável sem a exponenciação ao quadrado e a utilização do logaritmo do Tamanho do Conselho mais o logaritmo do Tamanho ao quadrado, sendo que, os resultados obtidos não foram relevantes a ponto de alterarem os níveis de significância das variáveis contempladas no modelo nem os seus coeficientes.

Quanto às variáveis de controle, tanto o nível de diversificação quanto o tamanho da empresa apresentaram significância dentro do modelo. O grau de diversificação sugere que empresas que apresentam uma estratégia de diversificação maior para os seus produtos apresentam um maior retorno, o que pode ser oriundo do tipo de amostra trabalhada neste estudo, devido ao resultado ser divergente ao apresentado por Silva, W. M. e Black (2004).

Já o tamanho da empresa (F) apresentou relevância nos cinco modelos trabalhados. Tal resultado está alinhado ao que foi apresentado por Brito e Brito (2005), Silva, W. M. e Black (2004) e Silveira (2004), indicando que quanto o maior o tamanho de seu investimento nos ativos, maior a geração de lucro para as empresas.

Os modelos apresentaram um R^2 ajustado entre os valores de 13,99% a 14,87% para a explicação dos modelos, indicando uma razoável relevância para os modelos propostos. Lembrando que, mesmo sendo alto ou baixo o R^2 torna-se indiferente diante de modelos que apresentam em suas estruturas de teste uma variável *dummy*.

4.2 ANÁLISE DA INFLUÊNCIA SOBRE A RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (ROE)

Os resultados obtidos pela variável dependente Rentabilidade sobre Patrimônio Líquido (ROE) são apresentados de forma detalhada na Tabela 7, onde estão descritos os valores do erro padrão, os coeficientes betas (β) e os níveis de significância dentro de um modelo de regressão com a variável dependente Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE).

Os modelos foram baseados na fórmula (4), apresentada na seção 3.3, que descreve uma regressão multivariada através de um corte transversal utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), que incluiu as variáveis *dummies* para representar os Grupos Estratégicos descritos pela classificação de Tang e Thomas (1992) e Faria et al. (2005).

Como mencionado no tópico 4.1, as variáveis de Governança Corporativa foram utilizadas de forma separada. Cada coluna apresentada na Tabela 7 representa um modelo de regressão com a apresentação de cada mecanismo de Governança Corporativa.

Tabela 8 – Regressão multivariada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com a variável dependente ROE.

| Modelos de Regressões com as Variáveis de Governança Corporativa | | | | | |
|--|---------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| | Independência do Presidente (T) | Independência do Conselho (U) | Tamanho do Conselho (V) | Participação nos Lucros (W) | Concentração Acionária (Y) |
| Variáveis de Governança | 0.043 (0.040) | -0.089 (0.129) | 0.058 (0.054) | -0.005 (0.037) | -0.009 (0.065) |
| Diversificação | 0.047 (0.069) | 0.035 (0.066) | 0.052 (0.067) | 0.035 (0.066) | 0.036 (0.066) |
| Log do Tamanho da Firma | 0.184 (0.171) | 0.318*** (0.170) | 0.234 (0.177) | 0.299*** (0.167) | 0.296*** (0.167) |
| ANO | 0.021* (0.008) | 0.023* (0.007) | 0.023* (0.007) | 0.023* (0.007) | 0.023* (0.007) |
| carnes e derivados | -0.235*** (0.143) | -0.211 (0.146) | -0.211 (0.145) | -0.216 (0.146) | -0.220 (0.146) |
| grãos | -0.057 (0.136) | -0.044 (0.140) | -0.032 (0.140) | -0.038 (0.140) | -0.040 (0.140) |
| laticínios | -0.284*** (0.151) | -0.313** (0.157) | -0.270*** (0.159) | -0.304** (0.156) | -0.298*** (0.159) |
| Lojas Especializadas | -0.127 (0.134) | -0.096 (0.136) | -0.077 (0.137) | -0.092 (0.137) | -0.095 (0.138) |
| Lojas de Departamentos | -0.185 (0.129) | -0.181 (0.132) | -0.168 (0.132) | -0.173 (0.133) | -0.176 (0.132) |
| Edifícios Residenciais e Comerciais | -0.138 (0.131) | -0.172 (0.123) | -0.161 (0.123) | -0.164 (0.123) | -0.166 (0.123) |
| Pontes e Estradas | -0.205 (0.141) | -0.203 (0.146) | -0.177 (0.146) | -0.198 (0.146) | -0.196 (0.145) |

Modelos de Regressões com as Variáveis de Governança Corporativa

| | Independência do Presidente (T) | Independência do Conselho (U) | Tamanho do Conselho (V) | Participação nos Lucros (W) | Concentração Acionária (Y) |
|---|---------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| Serviços Especializados em Engenharia | -0.206 (0.224) | -0.127 (0.174) | -0.110 (0.174) | -0.122 (0.174) | -0.121 (0.174) |
| Eletro Pesado | -0.089 (0.190) | -0.140 (0.163) | -0.097 (0.165) | -0.128 (0.163) | -0.131 (0.163) |
| Áudio e Vídeo | -1.159* (0.194) | -0.894* (0.172) | -0.883* (0.170) | -0.872* (0.170) | -0.872* (0.170) |
| Equipamentos Motorizados | -0.254*** (0.137) | -0.252*** (0.141) | -0.234*** (0.140) | -0.239*** (0.141) | -0.240*** (0.141) |
| Equipamentos Estruturais | -0.186 (0.151) | -0.170 (0.153) | -0.169 (0.153) | -0.178 (0.153) | -0.182 (0.153) |
| Papel | -0.255 (0.159) | -0.208 (0.152) | -0.212 (0.152) | -0.214 (0.152) | -0.209 (0.155) |
| Celulose e Derivados | -0.153 (0.136) | -0.138 (0.136) | -0.150 (0.136) | -0.144 (0.136) | -0.143 (0.136) |
| Distribuição de Gás | -0.157 (0.149) | -0.130 (0.152) | -0.137 (0.152) | -0.136 (0.153) | -0.134 (0.152) |
| Extração, refino e distrib. de derivados | -0.039 (0.138) | -0.023 (0.138) | -0.011 (0.138) | -0.020 (0.139) | -0.024 (0.139) |
| Petroquímicos | -0.164 (0.120) | -0.141 (0.120) | -0.142 (0.119) | -0.145 (0.120) | -0.146 (0.119) |
| Fertilizantes | -0.011 (0.152) | -0.019 (0.152) | -0.017 (0.152) | -0.017 (0.152) | -0.017 (0.152) |
| Aço Bruto | -0.229 (0.168) | -0.215 (0.171) | -0.214 (0.171) | -0.206 (0.172) | -0.207 (0.171) |
| Aço em Peças | -0.097 (0.110) | -0.106 (0.111) | -0.099 (0.111) | -0.107 (0.111) | -0.107 (0.111) |
| Telefonia Fixa | -0.230*** (0.136) | -0.233*** (0.135) | -0.222 (0.136) | -0.234*** (0.135) | -0.234*** (0.135) |
| Telefonia Móvel | -0.257** (0.125) | -0.240*** (0.125) | -0.253** (0.126) | -0.245** (0.125) | -0.245*** (0.125) |
| Vestuário | 0.077 (0.126) | 0.040 (0.127) | 0.054 (0.127) | 0.045 (0.127) | 0.043 (0.127) |
| Fios e Tecidos | -0.377* (0.113) | -0.353* (0.113) | -0.356* (0.113) | -0.349* (0.113) | -0.352* (0.113) |
| Peças de Aço | -0.090 (0.133) | -0.011 (0.133) | -0.007 (0.133) | -0.014 (0.133) | -0.015 (0.133) |
| Const. | -42.976* (15.008) | -45.671* (14.747) | -45.692* (14.742) | -45.681* (14.754) | -45.823* (14.818) |
| Observações | 992 | 1111 | 1111 | 1111 | 1111 |
| R² | 0,083 | 0,070 | 0,070 | 0,069 | 0,069 |
| R² Adj | 0,056 | 0,045 | 0,046 | 0,045 | 0,045 |

Nota: a tabela apresenta uma regressão OLS para 26 Grupos Estratégicos.

As regressões foram efetuadas de forma separada para cada variável de Governança Corporativa, conforme o modelo abaixo:

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 Z_{it} + \beta_3 F_{it} + \beta_4 G_{it} + \beta_5 ANO_{it} + v_{it}$$

A variável GC indica as variáveis de Governança Corporativa apresentadas em cada modelo.

Os valores apresentados são os dos coeficientes (β) e, entre parênteses, os erros padrão.

* Significância de 1%

** Significância de 5 %

*** Significância de 10 %

Fonte: elaborado pelo autor.

Os resultados apurados nos modelos que envolvem as variáveis independentes de Governança Corporativa, neste caso, Independência do Presidente (T), Independência do Conselho de Administração, Tamanho do Conselho de Administração (V)¹³, Participação nos Lucros (W) e Concentração Acionária, não obtiveram explicação para o ROE em conjunto com as variáveis de Grupos Estratégicos, sugerindo que tal rentabilidade é irrelevante para o posicionamento da firma dentro de um determinado mercado, levando em consideração os seus mecanismos de Governança Corporativa.

Tal resultado sugere a não rejeição da hipótese de que os mecanismos de Governança Corporativa não têm relação com o desempenho das empresas quando inseridas em um modelo que apresente o posicionamento das empresas, neste caso, representado pelos Grupos Estratégicos.

Vale uma ressalva para os Grupos Estratégicos “Carnes e Derivados”, “Laticínios”, “Áudio e Vídeo”, “Equipamentos Motorizados”, “Telefonia Fixa”, “Telefonia Móvel” e “Fios e Tecidos” que apresentaram uma correlação negativa com níveis de significância variando de 1% a 10%, indicando com isso que empresas que pertencentes a estes grupos estão propícios a terem menores retornos que as demais empresas.

¹³ Foram realizados testes levando em consideração a variável sem a exponenciação ao quadrado e a utilização do logaritmo do Tamanho do Conselho mais o logaritmo do Tamanho ao quadrado, sendo que, os resultados obtidos não foram relevantes a ponto de alterarem os níveis de significância das variáveis contempladas no modelo nem os seus coeficientes.

Para os modelos que trabalharam com o ROE o R^2 ajustado obtido ficou entre o intervalo de 4,45% e 5,58%, bem menor aos obtidos pelo modelo que relacionou o ROA.

4.3 ANÁLISE DO VALOR DA EMPRESA (Q DE TOBIN)

Os resultados obtidos pela variável dependente Q de Tobin (Q) são apresentados de forma detalhada na Tabela 8, onde estão descritos os valores do erro padrão, os coeficientes beta (β) e os níveis de significância dentro de um modelo de regressão com a variável dependente Q de Tobin (Q).

Os modelos foram baseados na fórmula (5), apresentados na seção 3.3, que descreve uma regressão multivariada através de um corte transversal utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO), que incluiu as variáveis *dummies* para representar os Grupos Estratégicos descritos pela classificação de Tang e Thomas (1992) e Faria et al. (2005).

Como mencionado nos tópicos 4.1 e 4.2, as variáveis de Governança Corporativa foram utilizadas de forma separada. Cada coluna apresentada na Tabela 8 representa um modelo de regressão com a apresentação de cada mecanismo de Governança Corporativa.

Tabela 9 – Regressão multivariada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com a variável dependente Q de Tobin.

| Modelos de Regressões com as Variáveis de Governança Corporativa | | | | | |
|--|---------------------------------|-------------------------------|-------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| | Independência do Presidente (T) | Independência do Conselho (U) | Tamanho do Conselho (V) | Participação nos Lucros (W) | Concentração Acionária (Y) |
| Variáveis de Governança | -0.011 (0.052) | 0.106 (0.170) | 0.142** (0.071) | -0.105** (0.048) | -0.064 (0.086) |
| ROA | -3.209* (0.118) | -3.371* (0.121) | -3.351* (0.121) | -3.355* (0.121) | -3.371* (0.121) |

Modelos de Regressões com as Variáveis de Governança Corporativa

| | Independência do Presidente (T) | Independência do Conselho (U) | Tamanho do Conselho (V) | Participação nos Lucros (W) | Concentração Acionária (Y) |
|---|---------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| Diversificação | -0.047 (0.089) | 0.003 (0.087) | 0.043 (0.089) | -0.006 (0.087) | 0.009 (0.087) |
| Log do Tamanho da Firma | 1.296* (0.225) | 0.889* (0.229) | 0.750* (0.240) | 0.923* (0.225) | 0.902* (0.226) |
| ANO | 0.087* (0.010) | 0.078* (0.010) | 0.078* (0.010) | 0.078* (0.010) | 0.078* (0.010) |
| carnes e derivados | -0.248 (0.185) | -0.182 (0.193) | -0.157 (0.192) | -0.140 (0.192) | -0.184 (0.193) |
| grãos | -0.058 (0.175) | -0.050 (0.184) | -0.041 (0.183) | -0.043 (0.183) | -0.069 (0.184) |
| laticínios | -0.445** (0.195) | -0.349*** (0.207) | -0.286 (0.209) | -0.397*** (0.206) | -0.332 (0.209) |
| Lojas Especializadas | -0.367** (0.175) | -0.380** (0.182) | -0.350** (0.182) | -0.367** (0.181) | -0.402** (0.183) |
| Lojas de Departamentos | -0.094 (0.168) | 0.004 (0.175) | -0.012 (0.175) | 0.041 (0.175) | -0.002 (0.175) |
| Edifícios Residenciais e Comerciais | -0.489* (0.170) | -0.435* (0.163) | -0.441* (0.163) | -0.445* (0.162) | -0.456* (0.164) |
| Pontes e Estradas | -0.382** (0.182) | -0.332*** (0.193) | -0.299 (0.193) | -0.392** (0.193) | -0.343*** (0.192) |
| Serviços Especializados em Engenharia | -0.508*** (0.290) | -0.315 (0.231) | -0.301 (0.230) | -0.344 (0.230) | -0.323 (0.230) |
| Eleto Pesado | -0.261 (0.247) | -0.287 (0.215) | -0.221 (0.218) | -0.254 (0.215) | -0.307 (0.215) |
| Áudio e Vídeo | -0.106 (0.251) | -0.221 (0.227) | -0.275 (0.224) | -0.246 (0.223) | -0.243 (0.224) |
| Equipamentos Motorizados | -0.043 (0.177) | 0.031 (0.187) | 0.029 (0.186) | 0.039 (0.186) | 0.013 (0.186) |
| Equipamentos Estruturais | -0.065 (0.195) | -0.024 (0.203) | 0.010 (0.202) | 0.017 (0.202) | -0.026 (0.203) |
| Papel | -0.217 (0.205) | -0.123 (0.201) | -0.117 (0.201) | -0.141 (0.201) | -0.088 (0.205) |
| Celulose e Derivados | -0.053 (0.176) | 0.066 (0.180) | 0.053 (0.180) | 0.050 (0.180) | 0.079 (0.180) |
| Distribuição de Gás | 0.132 (0.193) | 0.188 (0.201) | 0.183 (0.201) | 0.152 (0.202) | 0.198 (0.201) |
| Extração, refino e distrib. de derivados | 0.217 (0.179) | 0.318*** (0.182) | 0.339*** (0.182) | 0.358** (0.183) | 0.302*** (0.183) |
| Petroquímicos | 0.089 (0.156) | 0.171 (0.159) | 0.182 (0.158) | 0.193 (0.158) | 0.175 (0.158) |
| Fertilizantes | 0.280 (0.197) | 0.275 (0.201) | 0.273 (0.201) | 0.296 (0.201) | 0.279 (0.201) |
| Aço Bruto | -0.155 (0.218) | -0.051 (0.226) | -0.077 (0.226) | -0.009 (0.227) | -0.054 (0.226) |

Modelos de Regressões com as Variáveis de Governança Corporativa

| | Independência do Presidente (T) | Independência do Conselho (U) | Tamanho do Conselho (V) | Participação nos Lucros (W) | Concentração Acionária (Y) |
|--------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| Aço em Peças | -0.067 (0.142) | 0.144 (0.146) | 0.161 (0.146) | 0.146 (0.146) | 0.145 (0.146) |
| Telefonia Fixa | 0.594* (0.175) | 0.677* (0.178) | 0.707* (0.179) | 0.673* (0.178) | 0.677* (0.178) |
| Telefonia Móvel | 0.580* (0.161) | 0.669* (0.165) | 0.652* (0.165) | 0.659* (0.165) | 0.671* (0.165) |
| Vestuário | -0.056 (0.162) | -0.003 (0.166) | 0.014 (0.166) | 0.009 (0.166) | -0.017 (0.167) |
| Fios e Tecidos | -0.362** (0.146) | -0.301** (0.150) | -0.320** (0.150) | -0.276*** (0.150) | -0.314** (0.150) |
| Peças de Aço | 0.398** (0.173) | 0.476* (0.177) | 0.492* (0.177) | 0.494* (0.177) | 0.479* (0.177) |
| Const. | -174.498* (19.326) | -155.922* (19.381) | -156.112* (19.348) | -156.923* (19.347) | -157.344* (19.468) |
| Observações | 992 | 1111 | 1111 | 1111 | 1111 |
| R² | 0,545 | 0,522 | 0,525 | 0,524 | 0,522 |
| R² Adj | 0,531 | 0,509 | 0,511 | 0,511 | 0,509 |

Nota: a tabela apresenta uma regressão OLS para 26 Grupos Estratégicos.

As regressões foram efetuadas de forma separada para cada variável de Governança Corporativa, conforme o modelo abaixo

$$DQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 Z_{it} + \beta_4 F_{it} + \beta_5 G_{it} + \beta_6 ANO_{it} + V_{it}$$

A variável GC indica as variáveis de Governança Corporativa apresentadas em cada modelo.

Os valores apresentados são os dos coeficientes (β) e, entre parênteses, os erros padrão.

* Significância de 1%

** Significância de 5 %

*** Significância de 10 %

Fonte: elaborado pelo autor.

Os resultados apurados nos modelos que envolvem as variáveis independentes de Governança Corporativa, neste caso, Independência do Presidente (T), Independência do Conselho de Administração (U) e Concentração Acionária (Y), não obtiveram explicação para o valor da empresa (Q de Tobin), quando relacionada em conjunto com as variáveis de Grupos Estratégicos, divergindo dos resultados de Silveira (2002), Famá, Barros e Silveira (2003) e Silva, W. M. e Black (2004), o que sugere, assim, que as escolhas estratégicas de

posicionamento das empresas não influenciam nas estruturas de Governança Corporativa das mesmas, levando-se em consideração o desempenho.

Esses resultados sugerem que o fluxo de investimentos nas empresas por parte dos investidores não levam em consideração o tipo de estrutura de Governança Corporativa adotado pelas empresas que participam de determinados mercados, dentro dos mecanismos acima apresentados.

Somente as variáveis de Governança Corporativa que apresentaram significância foram as do Tamanho do Conselho de Administração (V)¹⁴ e Participação nos Lucros (W).

A relação obtida pelo Tamanho do Conselho da Administração (V) foi positiva, indicando que quanto maior é o conselho de administração das empresas, maior é o seu valor de mercado. Este resultado ocorreu no sentido contrário dos resultados apresentados pelos estudos de Yermack (1996), Silveira (2002) e Famá, Barros e Silveira (2003), em que as estruturas que apresentam menor Tamanho de Conselho obtêm maior valor no mercado, fazendo-se uma ressalva para os dois últimos trabalhos, que abordaram a performance da firma pelo valor alternativo, que é a divisão do valor da empresa pelo seu ativo total. Os resultados obtidos nesta pesquisa podem estar relacionados ao tipo de amostra trabalhada, que levou em consideração o posicionamento das empresas.

A participação nos resultados obteve uma correlação negativa com nível de significância de 5%, sugerindo que empresas que apresentam estratégias de posicionamento têm seu valor menor na medida em que as empresas disponibilizam

¹⁴ Foram realizados testes levando em consideração a variável sem a exponenciação ao quadrado e a utilização do logaritmo do Tamanho do Conselho mais o logaritmo do Tamanho ao quadrado, sendo que, os resultados obtidos não foram relevantes a ponto de alterarem os níveis de significância das variáveis contempladas no modelo nem os seus coeficientes.

a participação de seus executivos nos lucros das empresas. Este resultado sugere a possibilidade de gerenciamento de resultados pelas empresas participantes, corroborando assim o estudo de Almeida et al. (2006), que apresentou tal resultado em determinados grupos.

Foram 10 (dez) os Grupos Estratégicos que apresentaram significância para o valor da empresa em conjunto com as variáveis de Governança Corporativa, sendo que o destaque vai para a relevância de 5 (cinco) grupos, que apresentaram significância para esta relação em todas as variáveis de Governança Corporativa, sugerindo assim a importância desses grupos com o valor da empresa.

O R^2 ajustado apresentado pelos modelos que trabalharam o valor da empresa (Q de Tobin) foram os mais significativos: ficaram entre o intervalo de 50,91% a 53,09%. Tal relevância se dá pela inserção da variável ROA dentro do modelo. A variável também foi utilizada no trabalho de Yermack (1996) que, para dar maior robustez ao modelo, a inseriu, devido à lucratividade das empresas terem significativo impacto no valor de mercado das mesmas. Apesar disso, fica um ressalva, devido ao já explicitado na análise da variável ROA sobre as questões que envolvem as variáveis *dummies*.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo foi realizado para avaliar a relevância da associação entre a Estratégia e a Governança Corporativa no desempenho das firmas. Para isso, foi utilizado o posicionamento estratégico das empresas, através da variável explanatória Grupo Estratégico.

O trabalho procura contribuir com a literatura que aborda tais temas como os estudos de Collin e Bengtsson (2000), Anderson et al. (2000), Silva, W. M. e Black (2004) e Silva, W. M. e Black (2005).

Para responder ao problema apresentado, foi desenvolvida uma hipótese: Governança Corporativa não tem relação com os retornos das firmas com a inclusão da variável explanatória Grupo Estratégico.

Os resultados obtidos relacionados ao Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Q de Tobin indicam que os mecanismos de Governança Corporativa como Independência do Presidente do Conselho (T), Independência do Conselho de Administração (U) e Concentração Acionaria (Y) são irrelevantes para o modelo que inclui o Grupo Estratégico.

Sendo assim, tal hipótese, que leva em consideração os mecanismos acima descritos, não é rejeitada, o que sugere que as empresas que se posicionam estrategicamente na busca de homogeneidade dos produtos oferecidos não tenham a interferência destes mecanismos de Governança Corporativa nos seus desempenhos proporcionados pela competitividade necessária dentro destes mercados (SINGH, 2003).

Os modelos que levaram em consideração a variável Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) dentro dos mecanismos de Governança Corporativa foram irrelevantes, sugerindo que o posicionamento das empresas não proporciona uma associação aos mecanismos de Governança frente ao desempenho da firma sobre esta variável.

Somente os resultados obtidos nas variáveis de Tamanho do Conselho de Administração (V) e Participação nos Lucros da Empresa (W) rejeitaram tal hipótese, sendo que os resultados apresentados demonstram a relevância tanto para o Retorno sobre o Ativo (ROA) quanto para o Q de Tobin.

A variável Tamanho do Conselho de Administração (V) apresentou um relação negativa com o retorno sobre os ativos (ROA), indicando que empresas posicionadas dentro de determinados Grupos que apresentam maior número de membros do conselho têm menor retorno sobre seus ativos.

Para o valor da empresa (Q de Tobin) a relação obtida foi positiva, indo no sentido contrário à teoria, em que as firmas que apresentam um número elevado de membros do conselho proporcionam uma maior possibilidade de controle por parte do Presidente ou Diretor da empresa, e com isso levando à perda de valor da firma (JENSEN, 1993; YERMACK, 1996; SILVEIRA, 2002; FAMÁ, BARROS E SILVEIRA, 2003). Os resultados obtidos foram de uma relação positiva discreta entre o Tamanho do Conselho e valor da empresa.

Já para a variável Participação dos Lucros da Empresa (W), os resultados divergem, se compararmos com a variável Tamanho do Conselho de Administração (V). Os resultados apontam a uma relação positiva para o retorno das firmas, indicando que as firmas que provêm aos seus executivos a participação nos seus

resultados, como forma de incentivos para redução do conflito de agência, obtêm maiores retornos.

Tal resultado sugere, assim, a possibilidade de gerenciamento de resultados expandindo os resultados de Almeida et al. (2006), que encontrou tais evidências.

Com relação ao valor da empresa, os resultados obtidos indicam para uma relação negativa, informando para o mercado que empresas posicionadas que proporcionam aos seus executivos a participação dos resultados são negociadas a um menor valor, o que corrobora ao resultado obtido por Silva, W. M. e Black (2004) em empresas que buscam a estratégia de diversificação.

Diante dos resultados obtidos, as sugestões para novos estudos vão ao encontro do construto de Organização Industrial. Entre estes, pode-se citar a associação entre a Indústria e o Poder de Mercado, dentro de um modelo que analise a performance das empresas com as variáveis de Governança Corporativa.

Para outros estudos, pode-se utilizar outras variáveis de Governança Corporativa, baseado no mesmo referencial teórico utilizado neste estudo, com o intuito de verificar a possibilidade de resultados divergentes aos obtidos, utilizando-se também de outras técnicas econométricas que possam sugerir outros resultados diferentes dos apresentados no presente trabalho.

Outro ponto que pode ser alvo de novas pesquisas é a utilização de outras classificações de Grupos Estratégicos apresentados pela literatura, para identificação de outros possíveis resultados.

Além dos que já foram mencionados, outro caminho a ser tomado pode estar em um estudo dentro de países que apresentem estruturas de composição acionária mais dispersa para identificação de possíveis divergências de resultados.

5.1 LIMITAÇÃO DA PESQUISA

Uma das limitações deste trabalho é a classificação utilizada, que se baseou no posicionamento das Indústrias, considerando para tanto a variável explanatória Grupos Estratégicos. Sendo assim, outras classificações utilizadas pela literatura podem sugerir outros resultados relacionando Estratégia e Governança Corporativa.

Outra limitação do estudo é a escassez de literatura que trate sobre a abordagem da Estratégia das empresas, principalmente relacionado com o seu posicionamento em determinadas Indústrias, com a associação da Governança Corporativa.

O mercado brasileiro é altamente concentrado na composição acionária das empresas, o que pode ter induzido o resultado do presente trabalho, não sendo possível, com isso, identificar a relação dentro de uma condição acionária mais dispersa observada em outros países.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, José. E. F. de; COSTA, Fábio M.; FARIA, Luiz H. L.; BRANDÃO Marcelo. M.. *Earnings management* no Brasil: Grupos Estratégicos como Nova Variável Explanatória. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 6., 2006, São Paulo. **Anais...**Sao Paulo-SP, 2006. CD-ROM.

ANDERSON, Ronald C.; BATES, Thomas W.; BIZJAK, John M.; LEMMON, Michael L. Corporate Governance and Firm Diversification. **Financial Management**, Spring, p. 5-22, 2000.

BARNHART, Scott W.; MARR M. W.; ROSENSTEIN, Stuart. Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence. **Managerial and Decision Economics**, Vol. 15, No 4, p. 329-340, 1994.

BERGER, Philip; OFEK Eli. Diversifications effect on firm value. **Journal of Financial Economics**, v. 37, p. 39-68, 1995.

BHAGAT, Sanjai; BLACK, Bernard S. The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance. **Journal of Corporate Law**. v. 27, p. 231-274, 2001.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Principles of Corporate Finance** 6th ed., Mcgraw-Hill, 2000, 828 p.

BRIGHAM, Eugene F.; GASPENSKI, Louis C.; EHRHARDT Michael C. **Administração Financeira: teoria e prática**. 1ª ed., Ed. Atlas, São Paulo, 2001.

BRITO, Luis A. L.; BRITO, Eliane P. Z. Tamanho e Desempenho Financeiro. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 29., 2005, Brasília. **Anais ...** Brasília, 2005. CD-ROM.

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. **A Simple Approximation of Tobin's q**. Financial Management. v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

COLLIN, Sven-Olof; BENGTSSON, Lars. Corporate Governance and strategy: a test of the association between governance structures and diversification on Swedish data. **Corporate Governance**. v. 8, n.2, p. 154-165, 2000.

DORNBUSCH, Rudiger; FISCHER, Stanley; STARTZ, Richard. **Macroeconomia**. 7ª ed. Lisboa – Portugal: Mcgraw-Hill, 1999. 570p.

DRANOVE, David; PETERAF, Margaret; SHANLEY, Mark. Do strategic groups exist? An economic framework for analysis. **Strategic Management Journal**. v. 19. n. 11. nov., 1998.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas A.B.C.; DI MICELI, Alexandre S. Estrutura de governança e valor nas companhias brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v.43, n.3, jul/set 2003.

FARIA, Luiz H. L, et al. Uma Contribuição ao estudo da mensuração da *performance* através de suas componentes de variância: Introduzindo a variável explanatória grupos estratégicos. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Brasília, 2005. CD-ROM.

FARIA, Luiz H. L.; OLIVEIRA, Fernando R.; ALMEIDA, José E. F. de; ARAÚJO, Carlos A. G.. Grupos estratégicos: um foco de análise alternativo às indústrias em relação aos retornos. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5., 2005, São Paulo. **Anais...**São Paulo-SP, 2005. CD-ROM.

FIGENBAUM, Avi; THOMAS, Howard. Strategic groups and performance: the U.S. insurance industry, 1970-84. **Strategic Management Journal**. v. 11. n. 3. Mar. – Apr., 1990.

_____. Strategic groups as reference groups: theory, modeling and empirical examination of industry and competitive strategy. **Strategic Management Journal**. v. 16. n. 6. sep., 1995.

GHEMAWAT, Pankaj. **Competition and business strategy in historical perspective**. Business. History Review. v. 76. 2002.

GLUCK, Frederick W. A fresh look at strategic management. **Journal of Business Strategy**. n.6. 1986.

GONZALEZ-FIDALGO, Eduardo; VENTURA-VICTORIA, Juan. How Much Do Strategic Groups Matter? **Review of Industrial Organization**, v. 21, n° 1. aug, 2002.

GUJARATI, Damodar N. **Econometria Básica**. São Paulo: Makron Books, 2000.

HOSKISSON, Robert E.; JOHNSON, Richard A.; MOESEL, Douglas D. Corporate Divestiture Intensity in restructuring Firms; Effects of Governance, Strategy, and Performance. **Academy of Management Journal**, 37, p. 1207-1251, 1994.

JENSEN, Michael. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, v. 48 p. 831-880,1993.

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

JONES, Steven L.; LEE, Darrell; TOMPKINS James G. Corporate Value and Ownership Structure in the Post-Takeover Period: What Role Do Institutional Investors Play? **Managerial and Decision Economics**, v. 18, No 7/8, p. 627-643, 1997.

KALAF, Eliana, BOMTEMPO, José V. Grupos Estratégicos, Competição baseada em Recursos e a Operacionalização da Estratégia. In: XXIII ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 1999, Foz do Iguaçu. **Anais...Foz do Iguaçu**, 1999. CD-ROM.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 52,n. 2, p. 41-517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor Protection and Corporate Valuation. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 57,n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEAL, Ricardo P.C.; CARVALHAL DA SILVA. André L.; VALADARES, Silvia. **Ownership, control and corporate valuation of Brazilian companies**. In: Latin American Corporate Governance Roundtable. Proceedings ...São Paulo abr. 2000. Disponível em:<http://ssrn.com/abstract=213409>>. Acesso em: abr. 2005.

_____. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v.6, n.1, p.7-18, set/dez 2002.

LEAL, Ricardo P.C; CARVALHAL DA SILVA. André L.. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). **Inter-American Development Bank Working Paper**, 2004a.

LOPES, Alexsandro B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005, 181 p.

McGAHAN, Anita M. The performance of US corporations: 1981 – 1994. **The Journal of Industrial Economics**, v. XLVII, No. 4, p. 373 – 398, 1999.

McGAHAN, Anita M., PORTER, Michael. E. How Much Does Industry Matter Really? **Strategic Management Journal**. Vol. 18, p. 15-30, 1997.

_____. What do we Know about variance in accounting profitability? **Management Science**, Vol. 48, p. 834-851, 2002.

McGEE, John, AND THOMAS, Howard. Strategic groups: Theory, research and taxonomy. **Strategic Management Journal**, n.7, p. 141-160, 1986.

MASCARENHAS, Briance; AAKER, David A. Mobility Barriers and Strategic Groups. **Strategic Management Journal**. Vol. 10, p. 475-485, 1989.

NATH, Deepika; GRUCA, Thomas S. Convergence across alternative methods for forming strategic groups. **Strategic Management Journal**. v. 18. n. 9. oct., 1997.

OKIMURA, Rodrigo T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. 2003. 132 f. Dissertação de Mestrado –

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OSTER, Sharon. Intraindustry Structure and the Ease of Strategic Change. **The Review of Economics and Statistics**. v. 64. n. 3. aug., 1982

PALEPU, Krishna G.; BERNARD Victor L.; HEALY Paul M. **Business analysis & valuation: using financial statements**. 3. ed. Thomson Learning: USA, 2004.

PORTER, Michael E. The structure within industries and companies' performance. **The Review of Economic and Statistics**. v. 61, n. 2. may 1979.

PORTER, Michael E. **Estratégia Competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência**. São Paulo: Campus, 1980.

ROE, Mark J. The institutions of corporate governance. In Ménard and Shirley (eds.), **Handbook of New Institutions Economics**. Norwell, MA:Kluwer Academic Publishers, 2005.

RUMELT, Richard P. How much does Industry Matter? **Strategic Management Journal**, Vol.12, p.5-29, 1991.

SHARMA, Anurag. Professional as agent: knowledge asymmetry in agency exchange. **Academy of Management Review**, 22, p. 758-798, 1997.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. **Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil**. Relatório COPPEAD n.358, Rio de Janeiro, 2003. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em: 28 abr. 2005.

SILVA, W. M.; BLACK, E. L. **Is there an association between corporate governance and firm diversification? An empirical study with Brazilian companies**. nov. 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=623182>>. Acesso em: 22 nov. 2005.

_____. Corporate Governance, Strategy, and Supply Management Performance. An empirical analysis of companies listed in the São Paulo stock exchange. **International Law and Management Review**, v.2, p. 43-64, 2005.

SILVEIRA, Alexandre 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, 2003

_____. **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, Alexandre M.; BARROS, Lucas; FÁMA, Rubens. **A qualidade da governança corporativa influencia o valor das companhias abertas no Brasil?** In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD, 29., 2005, Brasília. **Anais...** Distrito Brasília, 2005. CD-ROM.

SINGH, Ajit. Competition, corporate governance and selection in emerging markets. **The Economic Journal**. London, v 113 p. F443, Nov., 2003.

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a *performance* das firmas brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2., Rio de Janeiro, 22 e 23 julho de 2002, **Anais...** 2002. 1 CD-ROM.

TANG, Ming-Je.; THOMAS, Howard. The concept of strategic groups: Theoretical construct or analytical convenience. **Managerial and Decision Economics**, n.13, p.323-329, 1992.

TALLMAN, Stephen B.; ATCHISON, David L. Competence-Based competition and the evolution of strategic configurations. **Dynamics of Competence-Based Competition**. Pergamon, pp. 349-375.

VALADARES, Silvia M.; LEAL, Ricardo P.C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, Santiago, v.3, n1, p. 29-56, abr. 2000.

VOLPIN, Paolo F. Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Turnover in Italy. **Journal of Financial Economics**. v. 64, n. 1, p. 61-90, 2002.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria: Uma abordagem moderna**. São Paulo: Thomson, 2006. 684 p.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of Directors. **Journal of Financial Economics**, v.40, n.3, p.185-213, 1996.

APÊNDICE A – Variáveis de Desempenho.

O apêndice descreve a metodologia de construção dos dados para mensuração de desempenho.

A fonte principal de dados para composição dos índices de rentabilidade e de performance foram retirados do banco de dados Economática, sempre levando em consideração o período de 1997 a 2004. O Quadro 3 apresenta um resumo dos dados secundários que compõem as fórmulas dos índices em questão:

| Sistema de Informações | Dados Coletados |
|------------------------|---|
| Economática® | Ativo total Ativo circulante Estoques Exigível a longo prazo Lucro líquido Passivo circulante Patrimônio líquido Valor de mercado das ações ordinárias Valor de mercado das ações preferenciais |

Quadro 2 – Sistema de informações utilizado para coleta de dados das Variáveis de Desempenho.

Os valores contábeis utilizados são contabilizados pelo valor histórico, ou seja, apurados no período corrente do ano de competência, para tanto foi necessário efetuar uma correção destes valores de forma a apresentarem um valor corrente real, retirando assim o efeito inflação do período entre os anos de 1997 a 2004. Os valores para a composição dos índices foram deflacionados usando o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), tendo como base para a correção o ano de 2004.

Uma única exceção para este procedimento foram os números trabalhados para o cálculo do Q de Tobin, que não sofreram tal deflação.

A utilização dos índices de desempenho como Retorno sobre o Ativo, Rentabilidade do Patrimônio Líquido e Q de Tobin se deu devido à sua larga

aplicação nos estudos, tanto no campo internacional quanto no campo nacional (YERMACK, 1996; JONES, LEE e TOMPKINS, 1997; LA PORTA et al, 2002; SILVEIRA, 2004, SILVA, W. M. E BLACK, 2004).

A seguir, serão detalhados os índices de desempenho já mencionados anteriormente neste estudo.

Retorno sobre o Ativo (ROA) – mede a rentabilidade do ativo, ou seja, capacidade que a empresa tem de gerar lucros através de seus recursos alocados nos ativos. Brealey & Myers (2000, p. 828) usam o EBIT (Earning before interest and tax) para o cálculo desse índice. Neste trabalho o índice está baseado em Anderson et al. (2000) e Brigham, Gapenski e Eharhart (2001, p. 107) onde:

$$ROA_t = \frac{LLDA_{it}}{AT_{it}}$$

ROA_t = retorno sobre ativos totais no ano t ,

$LLDA_{it}$ = lucro líquido disponível aos acionistas ordinários da empresa i no ano t ,

AT_{it} = ativo total da empresa i no ano t ,

Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) – mede o retorno do patrimônio líquido, ou seja, o retorno esperado pelos acionistas sobre o seu investimento de capital próprio na empresa. Brealey & Myers (2000, p 829), assim como no ROA, usam o EBIT (Earning before interest and tax) para o cálculo desse índice. Neste trabalho o índice está baseado em Anderson et al. (2000) e Brigham, Gapenski e Eharhart (2001, p. 107), onde:

$$ROE_t = \frac{LLDA_{it}}{PL_{it}}$$

ROA_t = retorno sobre patrimônio líquido no ano t ,

$LLDA_{it}$ = lucro líquido disponível aos acionistas ordinários da empresa i no ano t ,

PL_{it} = patrimônio líquido da empresa i no ano t .

A variável ROA também foi utilizada como variável de controle para o modelo apresentado na seção 3.3 e fórmula (5), devido à lucratividade das empresas ter significativo impacto no valor de mercado das firmas (YERMACK, 1996).

Q de Tobin (Q) – índice que apresenta o valor da empresa. De acordo com Dornbusch, Fischer e Startz (1999, p 329), este valor indica uma relação entre o valor de mercado de uma empresa frente ao seu custo de reposição para a substituição de capital. A análise obtida é simples: quando Q for maior que UM, implica um maior fluxo de investimento nas empresas que atinjam tal posição; e quando Q for menor que UM, implica um menor fluxo de investimento nas empresas.

O índice foi criado por James Tobin em 1958, mas diante da grande complexidade de identificação das observações diretas dos dados ou pela não existência dos mesmos dentro das bases de pesquisas, seja pelos valores de mercado das dívidas, seja pelo valor de reposição dos ativos encontrados na fórmula original do Q de Tobin, o presente trabalho utilizou-se da pesquisa de Chung e Pruitt (1994). Estes desenvolveram uma fórmula que se aproxima do cálculo original de Tobin e que compreende:

$$Q_{tobin} = \frac{VMAO + VMAP + VCD}{AT}$$

Onde:

VMAO = valor de mercado das ações ordinárias;

VMAP = valor de mercado das ações preferenciais;

VCD = valor contábil da dívida, que corresponde ao cálculo do somatório passivo circulante, exigível a longo prazo e estoques menos os valores do ativo circulante;

AT = ativo total da empresa.

Chung e Pruitt (1994) descrevem a relevância desse cálculo de aproximação do Q de Tobin em relação aos outros índices utilizados, como o MVA (market value added) e o EVA (economic value added).

APÊNDICE B – Variáveis de Governança Corporativa.

O apêndice descreve a metodologia utilizada para construção dos dados relacionados às variáveis de Governança Corporativa.

A fonte principal dos dados foi o sistema de informações da Bovespa – Divulgação Externa (DIVEXT). O programa está disponível no site da Bovespa e pode ser obtido via *download* ou utilizado na própria internet. Para realização deste estudo, o programa foi obtido via *download*, bem como todos os informativos das 311 empresas listadas na Bolsa, já descritos ao longo do trabalho, entre o período de 1997 a 2004.

As informações retiradas para o estudo estão apresentadas no Quadro 4, resumo abaixo:

| Sistema de Informações | Dados Coletados |
|-----------------------------|---|
| Divulgação Externa (DIVEXT) | Presidente da Empresa Presidente do Conselho de Administração Número de participantes do Conselho de Administração Externos Número de participantes do Conselho de Administração Internos Participação nos lucros pelos executivos da empresa Distribuição de capital da empresa |

Quadro 3 – Sistema de informações utilizado para coleta de dados das variáveis de Governança Corporativa.

A utilização das variáveis de Governança Corporativa neste trabalho corrobora outros estudos que buscaram identificar a relevância da Governança, tanto nos aspectos relacionados aos possíveis conflitos de agência quanto à sua relevância no desempenho que as empresas sofrem diante da inclusão da mesma como forma de monitoramento. Temos os estudos de Hoskisson, Johnson e Moesel (1994), Bhagat e Black (2001) Volpin (2002), Silveira (2004), Silva, W. M. e Black

(2004), que trabalharam com estas variáveis e obtiveram evidências da Governança no desempenho da firma.

Independência do Presidente do Conselho (T) – indicador baseado no estudo de Bhagat e Black (2001), Silva, W. M. e Black (2004) e Silveira (2004), que mede a independência do presidente do conselho de administração de uma empresa.

Os dados para indicação desta variável foram retirados do sistema de informações Divulgação Externa (DIVEXT), na opção “Administração”, onde se apresenta a identificação da pessoa que atua como Presidente de Conselho de Administração e/ou como Presidente da Empresa. Foi estabelecido o valor igual a UM, se o presidente do conselho de administração não ocupa simultaneamente cargo de presidente da empresa, caracterizando assim a independência do conselho frente à presidência da empresa, e valor igual a ZERO, se a mesma pessoa ocupa ambos os cargos.

Independência do Conselho de Administração (U) – indicador baseado no estudo de Bhagat e Black (2001), Silva, W. M. e Black (2004) e Silveira (2004), que mede através de uma *Proxy* o grau de independência do Conselho de Administração da empresa. É expressa pela fórmula abaixo:

$$U_t = \frac{CE_{it}}{CT_{it}}$$

U_t = índice de independência do conselho de administração no ano t ,

CE_{it} = conselheiros externos que não são executivos da empresa i no ano t ,

CT_{it} = total de conselheiros da empresa i no ano t .

Os dados para indicação desta variável foram retirados do sistema de Divulgação Externa (DIVEXT), na opção “Administração”, onde se apresenta o corpo diretivo, o conselho de administração e conselho fiscal da empresa.

O indicador varia entre ZERO e UM. Ao se aproximar de UM, o índice indica uma maior independência do conselho de administração, em que há uma menor participação dos executivos da empresa assumindo também cadeiras do conselho de administração; e no caso contrário, ao se aproximar de ZERO, o índice indica uma maior participação dos executivos na composição do conselho de administração, ocasionando uma menor independência do conselho.

Tamanho do Conselho de Administração (V) – indicador baseado no estudo de Yermack (1996), sendo que a mesma variável foi elevada ao quadrado e, após, foi obtido o seu logaritmo para evitar a dispersão dos dados em grandes números dentro do mesmo escopo dos trabalhos de Silveira (2002) e Fama, Barros e Silveira (2003). A variável, portanto, está representada pelo logaritmo do quadrado do número total de membros do conselho de administração de uma empresa i , no ano t , sendo que os conselheiros suplentes não foram considerados para efeito de inclusão na composição do cálculo desta variável.

Os dados para indicação desta variável foram retirados do sistema de Divulgação Externa (DIVEXT), na opção “Administração”, onde se apresenta o corpo diretivo, o conselho de administração e conselho fiscal da empresa.

Participação do Executivo nos Lucros da Empresa (W) – indicador baseado no estudo de Volpin (2002) e Silva, W. M. e Black (2004), que mede a participação do executivo nos lucros da empresa. Recebe valor igual a UM, se os

executivos têm participação nos lucros, e valor igual a ZERO, se os executivos que não recebem participação nos lucros.

Os dados para indicação desta variável foram retirados do sistema de Divulgação Externa (DIVEXT), na opção Participações e Remunerações, onde se apresentam as opções de remuneração e participação dos administradores nos lucros, participações e contribuições, participação em sociedades controladas e coligadas.

Concentração Acionária (Y) – indicador baseado no estudo de Hoskisson, Johnson e Moesel (1994) e Silva, W. M. e Black (2004), que mede a contração acionária através de um índice de concentração do poder de voto sob domínio dos três principais acionistas (ações ordinárias), calculado segundo a equação:

$$Y = \sum_{i=1}^3 \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right)^2$$

Y = índice de concentração do poder de voto nos três maiores acionista.

P_i = número de ações ordinárias dos 3 (três) maiores acionistas de uma empresa *i*.

P = quantidade total de ações ordinárias da empresa considerada.

Os dados para indicação desta variável foram retirados do sistema de informações Económica e Divulgação Externa (DIVEXT), na opção Distribuição de Capital e Participação Acionária.

APÊNDICE C – Variáveis de Controle, Grupos Estratégicos e Outras.

O apêndice descreve a metodologia utilizada para construção dos dados relacionados às variáveis de Controle, Grupos Estratégicos e Outras.

Os dados foram retirados das bases principais Económica, Divulgação Externa e dos próprios sites das empresas, para a composição das variáveis descritas neste apêndice, sendo que para os dois primeiros já foram apresentados nos Apêndices A e B.

As informações retiradas para o estudo estão apresentadas no Quadro 5, resumo abaixo:

| Sistema de Informações | Dados Coletados |
|-----------------------------|---|
| Divulgação Externa (DIVEXT) | Distribuição dos produtos oferecidos pela empresa |
| Económica® | Ativo total |
| Internet | Site das Empresas |

Quadro 4 – Sistema de informações utilizado para coleta de dados das variáveis de Controle, Grupos Estratégicos e Outras.

Diversificação da Empresa (Z) – indicador baseado no estudo de Anderson et al. (2000), Collin e Bengtsson (2000) e Silva e Black (2004), que mede, através de um índice de concentração, as vendas realizadas com os três principais produtos da empresa *i*, calculado segundo a equação:

$$Z = \sum_{i=1}^3 \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right)^2$$

Z = índice de concentração de receita nos três maiores produtos geradores de receitas

P_i = valores das receitas dos 3 (três) maiores produtos de uma empresa *i*.

P = valores totais das receitas da empresa considerada.

O indicador se baseia no Índice de *Herfindahl* (Besanko et al. 2003 - p. 204-207), para os três primeiros produtos, em percentual de participação na receita total da empresa. Dados retirados dos relatórios fornecidos a Bovespa do sistema de Divulgação Externa (DIVEXT), na opção Produtos e Serviços.

A interpretação para o índice indica que, ao se aproximar de UM a empresa está sustentada em suas receitas por um único produto; e quando o índice se aproximar de ZERO, indica que as receitas das empresas estão sustentadas por diversos produtos.

Outro ponto importante nesta variável de controle vai ao encontro ao descrito no referencial teórico, em que empresas que apresentam uma maior diversificação em seus produtos apresentam uma possibilidade de expropriação por parte dos gestores, necessitando assim de um maior controle. O trabalho de Silva, W. M. e Black (2004) encontrou evidências de uma associação entre Governança Corporativa e a Diversificação das empresas, diante da possibilidade de conflito de agência.

Logaritmo do Tamanho da Firma (F) – esse indicador é baseado pelo estudo de Bhagat e Black (2001), que mede o tamanho da firma *i* expresso pelo logaritmo natural do ativo total da empresa em um ano *t*. A utilização do logaritmo nesta variável serve para tratar os valores de uma forma mais linear, pois existe uma

grande diferença entre os valores de ativos apresentados pelas empresas, causando uma maior dispersão dos dados.

Os valores referentes ao ativo total das empresas foram retirados do sistema de dados Económica, e sendo atualizados conforme o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

ANO – Variável politômica que expressa o ano a que pertence o dado referente a uma empresa *i*. A variável foi expressa conforme os seus respectivos ano, ou seja, 1997 para o próprio ano, e assim para os demais períodos.

Grupo Estratégico (G) – A variável explanatória de Grupo Estratégico terá a classificação obtida no estudo de Faria et al. (2005), que foi baseada no trabalho seminal realizado por Tang e Thomas (1992), que adotaram a classificação dos Grupos mediante ao critério de diferença de produtos ou serviços oferecidos ao mercado, em que as firmas competidoras tendem a ter características de produtos similares. Essas firmas buscam seguir a mesma estratégia e, com isso, formar Grupos Estratégicos específicos.

Na Tabela 9 está a classificação utilizada no estudo do mesmo autor para a classificação das empresas.

Tabela 10: Indústrias e seus Grupos Estratégicos formados através do critério de diferença de produtos ou serviços oferecidos ao mercado pelas firmas componentes.

| INDÚSTRIA | GRUPO ESTRATÉGICO | PRODUTOS/ SERVIÇOS |
|----------------------|--|--|
| Alimento | carnes e derivados | Carnes de aves, bovina e suína e embutidos em geral. |
| | grãos | Café e cereais. |
| | laticínios | Leite e seus derivados |
| Comércio | Lojas Especializadas | Comercialização de uma linha específica de produtos |
| | Lojas de Departamentos | Comercialização de várias linhas de produtos |
| Construção | Edifícios Residenciais e Comerciais | Edificação de Edifícios Residenciais e Comerciais |
| | Pontes e Estradas | Edificação de Pontes e Estradas |
| | Serviços Especializados em Engenharia | Realização de Medições e emissão de relatórios técnicos. |
| Eletroeletrônico | Eleto Pesado | Fogões, geladeiras, lavadoras e ar condicionado |
| | Áudio e Vídeo | Aparelhos de som, vídeo cassetes e DVDs, televisores. |
| Máq. Industriais | Equipamentos Motorizados | Motores, Compressores e Injetores. |
| | Equipamentos Estruturais | Galpões e Silos. |
| Papel e Celulose | Papel | Papel e Papelão |
| | Celulose e Derivados | Celulose e Aglomerados. |
| Petróleo e Gás | Distribuição de Gás | Distribuição de Gás de Cozinha |
| | Extração, refino e distribuição de derivados | Extração, refino e distribuição de derivados de petróleo |
| Química | Petroquímicos | Derivados do petróleo, não combustíveis. |
| | Fertilizantes | Fertilizantes |
| Siderurgia | Aço Bruto | Aço em pelotas, placas ou tiras. |
| | Aço em Peças | Aço em peças usinadas. |
| Telecomunicações | Telefonia Fixa | Serviços em Telefonia Fixa |
| | Telefonia Móvel | Serviços em Telefonia Móvel |
| Têxtil | Vestuário | Roupas e calçados |
| | Fios e Tecidos | Fios e Tecidos |
| Veículos e Autopeças | Peças de Aço | Peças para motores, transmissão e direção |
| | Acessórios | Faróis e produtos plásticos para acabamento. |

Fonte: Faria *et al* (2005)

Para composição desta variável e utilizando a classificação da Tabela 9, foram acessados os sites das empresas e evidenciados quais produtos ou serviços oferecidos – dados confirmados também no sistema de informações da Bovespa Divulgação Externa (DIVEXT) – para o devido enquadramento das empresas dentro da classificação acima mencionada.

Ao final na Tabela 10 está a codificação das variáveis *dummies* originadas da Tabela 9, que serão utilizadas para os Grupos Estratégicos neste estudo.

Tabela 11 – Códigos da variável explanatória Grupo Estratégico (G), segundo estudo de FARIA et al. (2005).

| INDÚSTRIA | GRUPO ESTRATÉGICO | G |
|----------------------|--|----------|
| Alimento | carnes e derivados | 1 |
| | grãos | 2 |
| | laticínios | 3 |
| Comércio | Lojas Especializadas | 4 |
| | Lojas de Departamentos | 5 |
| Construção | Edifícios Residenciais e Comerciais | 6 |
| | Pontes e Estradas | 7 |
| | Serviços Especializados em Engenharia | 8 |
| Eletroeletrônico | Eleto Pesado | 9 |
| | Áudio e Vídeo | 10 |
| Máq. Industriais | Equipamentos Motorizados | 11 |
| | Equipamentos Estruturais | 12 |
| Papel e Celulose | Papel | 13 |
| | Celulose e Derivados | 14 |
| Petróleo e Gás | Distribuição de Gás | 15 |
| | Extração, refino e distribuição de derivados | 16 |
| Química | Petroquímicos | 17 |
| | Fertilizantes | 18 |
| Siderurgia | Aço Bruto | 19 |
| | Aço em Peças | 20 |
| Telecomunicações | Telefonia Fixa | 21 |
| | Telefonia Móvel | 22 |
| Têxtil | Vestuário | 23 |
| | Fios e Tecidos | 24 |
| Veículos e Autopeças | Peças de Aço | 25 |
| | Acessórios | 26 |

Fonte: elaborado pelo autor