

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Alexandre Di Miceli da Silveira

E-mail: alexfea@usp.br
FEA/USP

Lucas Ayres Barreira de Campos Barros

E-mail: lucasayres2002@gmail.com

Universidade Presbiteriana Mackenzie

RESUMO

Este artigo investiga os determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras, isto é, os fatores que fazem com que algumas empresas apresentem um nível de governança corporativa maior do que outras submetidas a um mesmo ambiente contratual. Construiu-se um índice de governança corporativa com base em quatro dimensões consideradas importantes pela literatura para avaliação das práticas de governança: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. Regressões múltiplas foram aplicadas utilizando-se uma amostra de 161 empresas e um conjunto de variáveis explicativas selecionadas com base na literatura sobre o tema. Os resultados sugerem que a estrutura de propriedade influencia o nível de governança corporativa. Especificamente, encontrou-se uma relação negativa significativa entre o direito de controle do acionista controlador e a qualidade da governança corporativa. A mesma relação negativa foi obtida entre o excesso de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador e a qualidade da governança corporativa. Em outras palavras, os resultados indicam que, quanto maior o poder do acionista controlador, principalmente em companhias onde o mesmo possui um percentual bem maior de ordinárias do que possui sobre o total de ações, pior a qualidade da governança corporativa. Os resultados indicam ainda que as empresas maiores, emissoras de ADRs e com melhor desempenho apresentam, em média, melhor nível de governança. A adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa não parece influenciar o nível de governança das empresas.

Palavras-chave: governança corporativa, índice de governança, mecanismos de governança, teoria de agência, estrutura de propriedade.

DETERMINANTS OF CORPORATE GOVERNANCE QUALITY OF BRAZILIAN LISTED COMPANIES

ABSTRACT

This paper investigates the determinants of firm-level corporate governance of Brazilian listed companies, trying to uncover which firm's characteristics lead some companies to have higher corporate governance ratings than others in the same contractual
READ EDIÇÃO 61 VOL. 14 Nº 3 SET/DEZ 2008

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

environment. A corporate governance index was built based on four dimensions considered important by the literature for evaluating governance practices: access to information; information content; Board of Directors' structure; and ownership and control structure. A multiple regression analysis was conducted using cross-sectional data from a sample of 161 companies and a set of explanatory variables whose choice was based on the relevant literature. The results suggest that ownership structure influences corporate governance ratings. Specifically, it was found a significant negative relation between control rights held by controlling shareholders and the corporate governance level of quality. A similar negative relation was obtained between control rights in excess of cash flow rights of controlling shareholders and the corporate governance rating. Furthermore, the results indicate that larger companies, ADR issuers, and firms with better performance display, on average, better corporate governance. The adherence to Bovespa's corporate governance differentiated levels does not seem to influence firm's governance ratings.

Key words: corporate governance, governance mechanisms, agency theory, ownership structure.

1 Introdução

Na economia capitalista, o financiamento para a viabilização de empreendimentos é crucial para o crescimento das empresas e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico dos países onde estão inseridas. A disponibilidade de capital para financiamento depende da canalização eficiente de recursos dos agentes poupadores para os investimentos produtivos. Essa canalização, por sua vez, depende fundamentalmente da confiança dos investidores não apenas em relação à viabilidade econômico-financeira dos empreendimentos, mas também em relação à obtenção para si dos frutos decorrentes do investimento realizado, já que existe o risco de o investimento ser rentável mas os resultados não retornarem para os fornecedores de capital. A confiança dos investidores em relação à viabilidade econômico-financeira depende de técnicas de orçamento de capital e de teoria da decisão, marcadamente quantitativas de análise do retorno ajustado pelo risco. Já a confiança dos investidores em relação à obtenção para si do retorno sobre seu investimento depende de um conjunto de fatores muito mais amplos e subjetivos, relacionados ao ambiente institucional onde a empresa está inserida, onde se destacam a proteção ao investidor, a infra-estrutura legal, os direitos de propriedade e a garantia de cumprimento dos contratos.

A governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam a aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento. O risco de os recursos dos investidores não serem bem empregados ou serem desviados decorre fundamentalmente da existência de uma situação de separação entre

propriedade e controle, onde as pessoas que fornecem capital não participam diretamente das decisões corporativas. Esta situação ocorre na maioria das grandes corporações, onde os gestores, executivos profissionais em companhias com estrutura de propriedade pulverizada ou acionistas controladores em companhias com estrutura de propriedade concentrada, não carregam todo o ônus financeiro das suas decisões.

A minimização dos prejuízos causados pelos conflitos de interesse entre tomadores de decisão e fornecedores de recursos depende da presença de um conjunto de mecanismos internos e externos que alinhem os interesses dos gestores aos de todos os acionistas. A este conjunto de mecanismos internos e externos de incentivo e controle dá-se o nome de governança corporativa. Como exemplo de mecanismos de governança corporativa, tem-se o conselho de administração, a estrutura de propriedade e controle, a política de remuneração, a estrutura de capital, a competição no mercado de produtos, a competição no mercado de mão de obra dos gestores, a existência de um mercado de aquisições hostis e a publicação de relatórios regulares, entre outros.

A maior parte da literatura sobre as diferenças entre os modelos de governança corporativa compara empresas em países distintos, buscando avaliar se a diferença na proteção ao investidor em diferentes ambientes contratuais acarreta uma maior concentração da estrutura de propriedade ou melhores práticas de governança. Esta abordagem, desenvolvida por La Porta *et al.* (1998), parte da hipótese de que o elemento decisivo para explicar as diferenças entre os sistemas de governança corporativa dos países é o grau de proteção legal oferecido aos investidores contra a expropriação da sua riqueza pelos executivos e controladores das empresas. Sob esta perspectiva, denominada de abordagem legal para a governança corporativa, a estrutura de propriedade das empresas e, conseqüentemente, seu modelo de governança, são uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal onde as empresas operam. Outros estudos, como os de La Porta *et al.* (2000), Claessens *et al.* (2002) e Beck *et al.* (2001) analisam a relação entre finanças e proteção legal aos investidores, sugerindo que as diferenças nas leis e na garantia de sua aplicação entre os países causam diferenças na estrutura de propriedade, política de dividendos, disponibilidade de recursos externos e valorização dos papéis das empresas pelo mercado.

É provável, entretanto, que empresas dentro de um mesmo país também apresentem níveis diferentes de qualidade da governança corporativa, em razão de suas características observáveis. O argumento é corroborado por Klapper e Love (2002, p. 3), que verificam a

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

existência de uma grande variação da qualidade da governança corporativa entre empresas submetidas a um mesmo ambiente contratual, encontrando empresas com boa governança em países com fraca proteção legal e empresas com governança considerada ruim em países com boa proteção aos investidores. Esta abordagem, desenvolvida por Himmelberg *et al.* (1999, 2001), propõe que a proteção ao investidor, além de possuir um componente externo relacionado ao ambiente legal onde a empresa está inserida (proteção legal), possui um componente interno relacionado ao tipo de atividade empreendida e a outras características da companhia (proteção endógena). Segundo Himmelberg *et al.* (2001, p.2), a proteção ao investidor se refere “às características do ambiente legal, institucional e regulador e às características de empresas ou projetos que facilitam a realização de contratos financeiros entre internos (gestores e/ou acionistas controladores) e investidores externos”. Sob esta ótica, portanto, é possível que empresas em um mesmo país ofereçam diferentes níveis de proteção aos investidores, devido às suas especificidades operacionais e aos diferentes interesses das companhias pela governança corporativa.

Entre os aspectos “endógenos” citados por Klapper e Love (2002) como determinantes da governança corporativa, três se destacam: a utilidade da governança corporativa, a natureza das operações e o tamanho da companhia. Em primeiro lugar, como o principal objetivo da governança corporativa é reduzir o custo de captação de recursos da companhia, é de se esperar que empresas com maior necessidade futura de captação, isto é, empresas com melhores oportunidades futuras de crescimento, percebam uma maior utilidade na adoção de melhores práticas de governança do que empresas sem grandes expectativas de captação futura de recursos. Além disso, segundo Himmelberg *et al.* (1999, p. 358), algumas empresas teriam maior facilidade para expropriar a riqueza dos minoritários devido à natureza das suas operações. Como exemplo, empresas com uma grande proporção de ativos intangíveis teriam maior facilidade para expropriar investidores do que empresas com alta proporção de ativos fixos, que são mais fáceis de monitorar e mais difíceis de serem desviados para outros usos. Desta forma, empresas com alta proporção de ativos intangíveis teriam maior incentivo para adoção de melhores práticas de governança do que empresas com alta proporção de ativos fixos, já que teriam maior necessidade de sinalizar aos investidores que não pretendem fazer mau uso dos seus ativos no futuro. O terceiro fator endógeno determinante da governança é o tamanho da empresa, que, segundo Klapper e Love (2002, p. 14), influencia a governança corporativa de maneira ambígua. Por um lado, empresas maiores podem possuir maiores

problemas de agência decorrentes do seu fluxo de caixa livre, levando a uma necessidade de melhores práticas de governança para compensar este problema. Por outro lado, as empresas menores têm a tendência a crescer mais e, portanto, a necessitar de capital externo. Desta forma, ambas possuem incentivos para adotar melhores práticas de governança corporativa.

Além dos três possíveis determinantes da governança corporativa citados, o presente trabalho avalia se a estrutura de propriedade e controle, o desempenho da empresa, a emissão de ADRs e a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa influenciam a qualidade da governança das empresas. Como aproximação para a “qualidade da governança corporativa”, construiu-se um índice de governança especialmente para a pesquisa. O índice utiliza uma abordagem similar à desenvolvida por Leal e Carvalhal da Silva (2005), que também elaboram um índice de governança amplo. O artigo está estruturado da seguinte forma: a seção 2 apresenta o método do estudo empírico, incluindo a descrição das variáveis utilizadas, das hipóteses, do método estatístico e da amostra. A seção 3 apresenta e discute os principais resultados obtidos. A seção 4 traz as considerações finais do trabalho.

2 Metodologia do Estudo Empírico

2.1 Modelo, Tratamento Estatístico e Análise dos Dados

Com base na literatura sobre governança corporativa, especialmente o estudo de Klapper e Love (2002), identificaram-se os seguintes determinantes do nível de governança corporativa a serem testados: oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação, tamanho da empresa, emissão de ADRs (*American Depositary Receipts*), adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, estrutura de propriedade, desempenho corporativo, setor de atividade, identidade do acionista controlador e índice de *payout*. As justificativas para a escolha desses determinantes, indicando as variáveis utilizadas¹, são apresentadas no quadro a seguir:

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS
COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Determinante da Governança Corporativa	Justificativa	Código da Variável
Oportunidades futuras de crescimento	Quanto mais oportunidades futuras de crescimento a empresa tiver, mais recursos ela precisará captar e, portanto, melhor nível de Governança Corporativa (GC) a empresa deverá apresentar para facilitar a captação recursos (KLAPPER e LOVE, 2002).	CREC
Natureza da operação	Quanto mais intangível for a atividade da empresa, maior será o risco de os recursos serem desviados (é mais difícil a monitoração dos investimentos nos ativos intangíveis). Portanto, melhor deverá ser a GC da empresa para compensar esta característica das suas operações (HIMMELBERG <i>et al.</i> , 1999).	TANG
Tamanho da Empresa	O sentido da relação entre nível de GC e tamanho não é claro de antemão. Por um lado, empresas maiores podem possuir mais custos de agência decorrentes do fluxo de caixa livre, necessitando de boas práticas de GC para mitigar esse problema. Além disso, possuem mais recursos para implementar boas práticas de GC. Por outro lado, as empresas menores tendem a crescer mais e, portanto, a necessitar de capital. Desta forma, ambas possuem incentivos para adotar boas práticas de GC (KLAPPER e LOVE, 2002).	Log(REC)
Emissão de ADRs	As empresas que emitem ADRs (<i>American Depositary Receipts</i>) têm que se enquadrar a padrões mais rígidos de GC, devendo apresentar, em média, melhor nível de GC do que as outras do seu país de origem.	ADR
Adesão aos Níveis de GC da Bovespa	As empresas que aderem aos níveis diferenciados de GC da Bovespa têm que se enquadrar a padrões mais rígidos de transparência e GC, devendo apresentar, em média, melhor GC.	BOV
Estrutura de Propriedade (OWN)	O sentido da relação entre nível de GC e as variáveis de estrutura de propriedade não é claro de antemão. Quanto maior o percentual de ações ordinárias (CON - direito de controle) em posse do controlador, em tese maior a possibilidade de expropriação dos acionistas externos. Por um lado, isso poderia levar a um pior nível de GC em decorrência da concentração do direito de controle. Por outro lado, entretanto, uma maior concentração do direito de controle poderia fazer com que a empresa adotasse melhores práticas de GC como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação. Em relação ao percentual do total de ações (PROP - direitos sobre o fluxo de caixa) em posse do controlador, quanto maior este percentual, em tese menor a possibilidade de expropriação. Essa situação poderia levar a um melhor nível de GC como decorrência da maior participação do controlador nos direitos sobre o fluxo de caixa, mas também poderia levar a um pior nível relativo de GC, haja vista que a própria participação do controlador no capital total poderia ser vista como um mecanismo de governança que diminuiria a necessidade de a empresa adotar melhores práticas de GC. Em relação à diferença entre direito de controle e direitos sobre o fluxo de caixa em posse do controlador (DIF), quanto maior esta diferença, em tese maior a probabilidade de expropriação dos acionistas externos, aplicando-se o mesmo raciocínio da concentração do direito de controle (CON).	CON
		PROP
		DIF
Desempenho (DESEMP)	Quanto melhor o desempenho da empresa, melhor a GC esperada da empresa em virtude da menor expropriação dos acionistas externos. É possível que empresas com desempenho ruim possam ter melhorado o nível de GC como forma de compensar o fraco desempenho financeiro, porém isso seria captado apenas por	Q
		LOAT

¹ A definição teórica e operacional das variáveis apresentadas no quadro 1 como possíveis determinantes do nível de governança corporativa é apresentada na seção 2.2.

Determinante da Governança Corporativa	Justificativa	Código da Variável
		LAJIRDA
Indústria	O setor de atividade pode ter influência sobre a governança corporativa. Setores mais regulamentados podem ter obrigação de se adequarem a melhores práticas de GC, por exemplo.	IND
Identidade do Acionista	O tipo de acionista controlador (privado nacional, estrangeiro, estatal, etc.) pode ter influência sobre o nível de GC da empresa. Empresas estatais, por exemplo, podem ser obrigadas a adotar melhores práticas de GC por determinação do governo.	IDENT
Índice de Payout	Espera-se que empresas com melhores práticas de GC, <i>ceteris paribus</i> , apresentem maiores índices de <i>payout</i> . Isto seria decorrência da presença de menores benefícios privados do controle, que reduziriam a probabilidade de expropriação dos minoritários, aumentando o interesse dos controladores em distribuir os resultados por meio do pagamento de dividendos.	PAYOUT

Quadro 1 – Possíveis determinantes da governança corporativa.

Como forma de avaliar o nível de governança corporativa das empresas, construiu-se um índice de governança corporativa (IGOV), descrito na seção 2.2.1. O método estatístico aplicado compreende uma regressão múltipla do tipo seção transversal, com a utilização do seguinte modelo geral de pesquisa:

$$IGOV_i = \alpha + \beta_1 CREC_i + \beta_2 \log(REC)_i + \beta_3 TANG_i + \beta_4 ADR_i + \beta_5 BOV_i + \beta_6 OWN_i + \beta_7 DESEMP_i + \beta_8 PAYOUT_i + \sum_{j=1}^{17} \delta_j IND_{ji} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l IDENT_{li} + \varepsilon_i$$

Equação 1

Onde i representa a i -ésima empresa e ε_i representa o termo de erro que capta o componente não sistemático. Com base na literatura sobre governança corporativa, espera-se que os coeficientes sejam estatisticamente significantes e possuam o seguinte sentido:

- $\beta_1, \beta_4, \beta_5, \beta_7, \beta_{10} > 0$;
- $\beta_3 < 0$;
- Como o sentido do relacionamento entre tamanho da empresa e nível de governança e entre estrutura de propriedade e nível de governança são ambíguos, em princípio, não existe um sinal esperado para β_2, β_6 ;
- δ_j e γ_j são coeficientes relativos às diversas variáveis binárias de controle.

A estimação do modelo contribuirá para responder às seguintes perguntas:

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

- As empresas com maiores oportunidades de crescimento apresentam melhor qualidade de governança corporativa?
- As empresas maiores apresentam melhor nível de governança corporativa?
- As empresas que emitem ADRs possuem melhor nível de governança corporativa?
- As empresas que aderem aos Níveis Diferenciados de Governança da Bovespa possuem melhor nível de governança corporativa?
- A estrutura de propriedade da companhia afeta seu nível de governança corporativa? De que forma, em relação aos direitos de controle, em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa ou em relação a ambos?

2.2 Definição Teórica e Operacional das Variáveis

2.2.1 *Qualidade da Governança Corporativa*

Como uma aproximação para a mensuração da qualidade da governança corporativa das empresas, construiu-se um índice de governança para as 161 companhias componentes da amostra. O índice de governança (índice IGOV) é calculado a partir de um conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente a partir de dados secundários. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, cuja escala varia de 0 a 20. O índice foi construído de forma a levar em conta quatro dimensões consideradas importantes pela literatura para avaliação das práticas de governança corporativa: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. O índice foi elaborado com base nas recomendações dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). As perguntas do índice são apresentadas a seguir².

² O acesso aos *websites* foi realizado nos meses de janeiro e fevereiro de 2004.
READ EDIÇÃO 61 VOL. 14 Nº 3 SET/DEZ 2008

Dimensão de Governança Corporativa	#	Perguntas para construção do Índice de Governança Corporativa
Acesso às Informações	1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa? ³
	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?
	5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?
Conteúdo das Informações Públicas	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento ⁴ explica a remuneração global dos executivos?
	8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA ⁵ , ROE ⁶ , etc.)?
Estrutura do conselho de administração	10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?
	11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do conselho é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?
Estrutura de Propriedade e Controle	15	A empresa não possui Acordo de Acionistas.
	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?
	18	O(s) controlador(es) possui(em) menos do que 70% do total de ordinárias?
	19	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?
	20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais? ⁷

Quadro 2 – Perguntas para construção do índice de governança corporativa (IGOV)

2.2.2 Estrutura de Propriedade e Controle

Segundo Leal *et al.* (2000), a separação entre propriedade e controle no Brasil ocorre principalmente por meio de emissão de ações com e sem direito a voto (ordinárias e

³ Tais como: explicações do modelo de governança da companhia, código de boas práticas de governança da empresa, regimento interno do conselho de administração ou política de negociação de valores mobiliários.

⁴ No caso das companhias com ADR's negociados, também foi analisado o relatório 20-F submetido à SEC (*Securities and Exchange Commission*).

⁵ Retorno sobre os ativos (*return on assets*), calculado pelo lucro operacional após impostos sobre o ativo total médio da companhia no período.

⁶ Retorno sobre o patrimônio líquido (*return on equity*), calculado pelo lucro líquido sobre o patrimônio líquido no período.

⁷ No caso das empresas que possuem apenas ações ordinárias emitidas, avaliou-se se as mesmas concedem *tag along* aos detentores de ações ordinárias superior a 80% (percentual obrigatório estipulado pelo artigo 254-A da Lei 10.303/01).

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

preferenciais, respectivamente). Desta forma, serão utilizadas três variáveis relacionadas à estrutura de propriedade e controle:

- Direito de controle (*CON*) – corresponde ao direito de voto do acionista controlador. É obtido pelo percentual de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es);
- Direito sobre o fluxo de caixa (*PROP*) – corresponde ao direito de propriedade do acionista controlador. É obtido pelo percentual do total de ações em posse do(s) acionista(s) controlador(es) (participação no capital total da companhia);
- Disparidade entre os direitos (*DIF*) – corresponde à diferença entre o direito de controle do acionista controlador e seu direito sobre o fluxo de caixa. É obtido pela diferença entre o percentual de ações ordinárias (*CON*) e o percentual do total de ações (*PROP*) em posse do acionista controlador: $DIF = CON - PROP$.

Os dados foram coletados por meio do sistema Divext – Divulgação Externa da CVM, entendendo-se como acionista controlador aquele identificado pela própria empresa no seu Informativo Anual (IAN). Para a correta identificação da parcela de propriedade e controle em posse dos controladores, foram analisadas também as estruturas piramidais de propriedade, identificando-se os proprietários em comum entre vários acionistas, e não somente a propriedade direta. No caso de estruturas familiares, foi considerada a soma do bloco controlador levando em consideração a propriedade de ações por parentes com mesmo sobrenome. Nos casos em que há um acordo de acionistas, foi considerada a porcentagem de propriedade total do bloco do acordo.

2.2.3 Desempenho Corporativo

Existem várias definições operacionais possíveis para este conceito. No estudo são utilizadas duas formas de medida de desempenho: as relacionadas ao valor de mercado da empresa e as relacionadas aos indicadores econômico-financeiros. Como métrica relacionada ao valor de mercado, foi utilizado o *Q* de Tobin (*Q*). Como métricas relacionadas aos indicadores econômico-financeiros, foram utilizados o retorno do lucro operacional (*LOAT*) e o retorno da geração bruta de caixa (*LAJIRDA*).

- *Q* de Tobin – este indicador foi escolhido ser utilizado em vários estudos com testes empíricos sobre governança corporativa. Tobin (1958) definiu o “*Q* de Tobin” como:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas}}{\text{Valor de Reposição dos Ativos}}$$

O cálculo do Q de Tobin na prática é bastante difícil. Com exceção do valor de mercado das ações, diretamente observável pela cotação na bolsa de valores, os outros componentes da fórmula, o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos da empresa, não são observáveis diretamente, em geral. No estudo, o “Q de Tobin” é estimado pela aproximação simplificada proposta por Chung e Pruitt (1994, p.72), que definem o Q de Tobin como:

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

Sendo:

VMAO - valor de mercado das ações ordinárias;

VMAP - valor de mercado das ações preferenciais;

DIVT - valor contábil do exigível total, igual ao passivo circulante menos o ativo circulante mais o exigível a longo prazo mais os estoques;

AT - ativo total da companhia.

Os valores contábeis das ações são referentes ao exercício de 2002 e a cotação das ações corresponde ao preço médio do último dia de negociação do mesmo ano. Em alguns casos, devido à ausência de informação, a cotação da ação ordinária foi aproximada pela cotação da ação preferencial.

- LOAT: é o retorno do lucro operacional sobre o ativo total. É definido por:

$$LOAT = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total}}$$

- LAJIRDA: é o retorno da geração bruta de caixa sobre o ativo total. É definido por:

$$LAJIRDA = \frac{\text{Lucro antes de juros, imposto de renda, depreciacao e amortizacao}}{\text{Ativo Total}}$$

Para o cálculo dos dois indicadores, foram considerados os valores nominais relativos ao fechamento do exercício de 2002.

2.2.4 Tamanho da Empresa

O tamanho da empresa ($\log(REC)$) é definido como o logaritmo do faturamento operacional líquido da empresa, obtido junto ao sistema Económica® e medido em milhares de Reais, em valores nominais, ao fim do exercício de 2002.

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

2.2.5 *Setor de Atuação*

O setor de atuação pode exercer influência sobre o nível de governança corporativa, a concentração da estrutura de propriedade e o desempenho. Como forma de incluir a influência setorial no modelo, foram utilizadas variáveis binárias para representar os diferentes setores, identificados por (*IND*) nas regressões. Estas variáveis atribuem valor 1 para as empresas pertencentes a um dos setores em particular e 0 para as empresas pertencentes aos demais setores. Foi adotado o critério de classificação do banco de dados Economática®, que fornece a relação das empresas e dos seus respectivos setores. É uma classificação ampla, dividindo as empresas em 18 categorias:

Setores Economática®: Agro e Pesca; Alimentos e Bebidas; Comércio; Construção; Eletroeletrônicos; Energia Elétrica; Máquinas Industriais; Mineração; Minerais não Metálicos; Outros; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; Química; Siderurgia & Metalurgia; Telecomunicações; Têxtil; Transportes; Serviços; Veículos e peças.

2.2.6 *Identidade do acionista controlador*

Além das variáveis de concentração de controle e propriedade, também foi considerada a variável identidade do controlador (*IDENT*), por meio de um conjunto de variáveis binárias: propriedade privada estrangeira: quando uma multinacional ou grupo de investidores de origem estrangeira detém o controle da empresa (*IDENT 1*); propriedade privada nacional: quando um grupo de investidores de origem nacional controla a empresa, não sendo os investidores fundadores ou herdeiros da empresa (*IDENT 2*); propriedade familiar: quando uma família ou um único investidor detém o controle, incluindo neste caso os controles exercidos por fundações ou por *holdings* que representam os fundadores ou herdeiros da empresa (*IDENT 3*); propriedade por fundos de pensão: quando o controle é exercido de forma compartilhada por fundos de pensão (*IDENT 4*); propriedade estatal: quando o controle é exercido pelo Estado (União, Estados ou Municípios) (*IDENT 5*);

2.2.7 *Natureza da Operação*

É uma aproximação para o nível de tangibilidade das operações da empresa, dada pela composição dos seus ativos. É definida como o ativo imobilizado bruto sobre a receita operacional líquida da empresa (*TANG*), ambos medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final do exercício de 2002.

2.2.8 *Índice de Payout*

É dado pelo índice de *payout* anual da ação calculado pelo sistema Economática®. É definido como dividendos pagos por ação sobre o lucro líquido por ação, ambos medidos em valores reais nominais ao final do exercício de 2002.

2.2.9 *Oportunidades Futuras de Crescimento*

Como aproximação para o nível de oportunidades futuras de crescimento da empresa (*CREC*), foi utilizado o crescimento percentual acumulado da receita operacional líquida dos três últimos anos.

2.2.10 *Emissão de ADRs*

É uma variável binária que assume valor igual a 1 (um) se a empresa possui ADR's negociados na bolsa de Nova York ou na NASDAQ⁸ e assume valor igual 0 (zero) do contrário.

2.2.11 *Adesão aos Níveis de GC da Bovespa*

É uma variável binária que assume valor igual a 1 (um) se a empresa está listada nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa ou no Novo Mercado da Bovespa e assume valor igual a 0 (zero) caso contrário.

2.2.12 *Resumo das variáveis do estudo*

As variáveis utilizadas em todo o trabalho são resumidas no quadro a seguir:

⁸ A relação de companhias brasileiras com ADR's negociados foi obtida nos *websites* www.nyse.com e www.nasdaq.com.

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS
COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

Sigla	Nome	Descrição
<i>IGOV</i>	Índice de Governança Corporativa	Índice composto com vinte questões binárias
<i>CON</i>	Direito de controle	Percentual de ações ordinárias em posse do(s) acionista(s) controlador(es)
<i>PROP</i>	Direito sobre o fluxo de caixa	Percentual do total de ações em posse do(s) acionista(s) controlador(es)
<i>DIF</i>	Diferença entre os direitos de controle e sobre o fluxo de caixa	$DIF = CON - PROP$
<i>Q</i>	Q de Tobin	$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMAO + VMAP + D}{AT}$
<i>LOAT</i>	Retorno do lucro operacional	Lucro operacional sobre ativo total
<i>LAJIRDA</i>	Retorno da geração bruta de caixa	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização sobre ativo total
$\log(REC)$	Tamanho da empresa	Logaritmo do Faturamento Operacional Líquido
<i>IND</i>	Sector de atuação da empresa	Variáveis binárias "Indústria"
<i>IDENT</i>	Identidade do acionista controlador	Variáveis binárias "Identidade do controlador"
<i>TANG</i>	Natureza da operação	Ativo Imobilizado Bruto / Vendas
<i>PAYOUT</i>	Índice de <i>payout</i>	Índice de <i>payout</i> da ação
<i>CREC</i>	Oportunidades de crescimento futuras	Crescimento das vendas dos últimos 3 anos
<i>ADR</i>	Emissão de ADRs	Variável binária "Emissão de ADR?"
<i>BOV</i>	Adesão aos Níveis de GC da Bovespa	Variável binária "Adesão Níveis de GC?"

Quadro 3 – Resumo das Variáveis de Pesquisa

2.3 População, Amostragem e Coleta de Dados

A amostra do estudo é composta por todas companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa que apresentaram liquidez significativa no ano de 2002. Considerou-se como empresas com liquidez significativa as empresas que, de acordo com o índice de liquidez calculado pela Economática®, apresentaram índice de liquidez anual maior que 0,001% do índice correspondente à empresa com ações mais líquidas. A escolha desta faixa de corte para a definição da amostra, ao invés da coleta de dados de todas as companhias abertas, se deve ao fato de que as ações de empresas com liquidez muito baixa possuem uma probabilidade menor de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado, sendo a cotação das ações necessária para o cálculo do Q de Tobin. Durante a coleta dos dados, algumas empresas não apresentaram dados suficientes para a construção de todas as variáveis, reduzindo o tamanho da amostra para um total de 161 empresas. Utilizaram-se dados secundários coletados junto aos sistemas de READ EDIÇÃO 61 VOL. 14 N° 3 SET/DEZ 2008

informações Econômica® e Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários.

3 Resultados da Pesquisa

3.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas do índice de governança (IGOV) obtido junto à amostra do estudo⁹.

Variável	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Máximo	Amostra (Empresas)
IGOV	6,76	3,49	1,00	4,00	6,00	9,00	16,00	161

Tabela 1. Estatísticas descritivas do índice de governança corporativa (IGOV).

Segundo a **Tabela 1**, o índice de governança (IGOV) médio obtido foi de 6,76, com 75% das empresas apresentando um IGOV igual ou inferior a 9 (nove). O valor médio obtido para o IGOV pode ser considerado baixo, tendo em vista a aplicação de diversas questões que versavam sobre aspectos básicos de acesso às informações e transparência das empresas. Merecem destaque as empresas com maior IGOV, Petrobras e Ultrapar. Na seqüência, a **Tabela 2** descreve de forma mais detalhada os resultados obtidos para o índice, apresentando o percentual de empresas que responderam positivamente (“sim”) a cada uma das perguntas.

⁹ O apêndice A descreve as razões e os critérios utilizados para elaboração do índice de governança.
READ EDIÇÃO 61 VOL. 14 N° 3 SET/DEZ 2008

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS
COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

#	Pergunta do índice de governança (IGOV)	Percentual de empresas com respostas positivas ("sim")
1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da companhia via Internet?	44,7%
2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos a governança corporativa?	16,1%
3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?	35,4%
4	O <i>website</i> é bilíngüe e possui uma seção de Relações com os Investidores?	40,4%
5	Não houve necessidade de contato direto com a companhia para obtenção de informações sobre a empresa?	46,6%
6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	22,4%
7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento explica a remuneração global dos executivos?	15,5%
8	Os demonstrativos são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?	19,3%
9	O RA ou <i>website</i> inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?	1,9%
10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período com base em alguma medida de lucro econômico?	3,7%
11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do conselho de administração (CA) são ocupados por pessoas diferentes?	62,7%
12	A empresa possui um CA com 5 a 9 membros?	62,8%
13	Mais do que 80% do CA é composto por conselheiros externos?	55,3%
14	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?	21,1%
15	A empresa não possui Acordo de Acionistas.	70,8%
16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?	11,8%
17	As preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações?	38,5%
18	O controlador possui menos do que 70% do total de ordinárias?	38,6%
19	O excesso (DIF) de direitos de voto (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor que 23%?	52,8%
20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?	15,5%

Tabela 2. Percentual de empresas que responderam positivamente ("sim") às questões do IGOV.

Os resultados da **Tabela 2** mostram que apenas 16,1% das companhias disponibilizam documentos relativos ao modelo e práticas de governança corporativa adotadas no seu *website*. Ademais, percebe-se um conteúdo relativamente pobre dos Relatórios Anuais, principalmente em termos de explicação sobre as práticas de governança implementadas (22,4%) e sobre a política de remuneração dos executivos (15,5%). Como destaque negativo, observou-se uma ausência quase completa de empresas que mostram o resultado do período com base em alguma métrica de valor adicionado com base no lucro econômico (3,7%). Tendo em vista que a principal função dos gestores é gerar valor para os

acionistas, essa constatação pode ser considerada surpreendente, pois raramente as empresas reportam se estão criando ou destruindo valor para os acionistas. Em relação à estrutura do conselho de administração observou-se que, em linhas gerais, as empresas possuem um conselho adequado (ao menos formalmente) às práticas recomendadas de governança, com pessoas diferentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho (62,7%), conselhos compostos por cinco a nove membros (62,8%) e por grande maioria de externos (55,3%). A emissão exclusiva de ações ordinárias é pouco freqüente entre as companhias (11,8%), bem como a concessão de *tag along* aos detentores de ações preferenciais (15,5%) por parte das empresas emissoras de duas classes de ações. As estatísticas descritivas das demais variáveis do estudo são apresentadas nas tabelas a seguir.

	Privado Estrangeiro	Privado Nacional	Estatal	Familiar	Fundos de Pensão	Amostra (Empresas)
Média (2002)	24,84%	17,39%	6,83%	45,96%	4,97%	161

Tabela 3. Identidade do Acionista Controlador (IDENT).

A Tabela 3 mostra que quase metade ou 46% do controle das empresas da amostra está nas mãos de famílias ou controladores individuais. Observa-se ainda uma proporção significativa de controladores estrangeiros (24,8%), seguida por uma proporção de 17,4% das empresas em posse de grupos nacionais e 5% em posse de fundos de pensão.

	CON	PROP	DIF	Q	LOAT	LAJIRDA	Empresas (Amostra)
Média	75,39%	53,54%	21,84%	0,71	-0,85%	12,90%	161
Desvio	20,22%	24,97%	18,81%	0,68	16,07%	9,40%	
1º Quartil	58,70%	32,42%	3,17%	0,48	-6,50%	7,57%	
Mediana	79,47%	50,29%	19,79%	0,62	1,34%	13,51%	
3º Quartil	93,47%	75,78%	34,11%	0,81	7,94%	19,00%	

Tabela 4. Estatísticas descritivas das variáveis de governança corporativa e desempenho.

Na Tabela 4, observa-se que a concentração média de votos dos acionistas controladores nas empresas brasileiras é alta, apresentando média de 75,4%. Por outro lado, a concentração média de propriedade do total de ações pelos controladores é bem menor (53,5% em média), porém em um nível superior à metade do capital total das empresas. A significativa disparidade entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa (21,8% em média) em posse dos controladores é outra característica importante da estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras. Em relação às variáveis de desempenho,

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

constatou-se um lucro operacional sobre o ativo negativo (média de $-0,85\%$) para as empresas no ano de 2002.

3.2 Determinantes da Governança Corporativa

Os resultados das regressões do índice de governança corporativa (IGOV) contra seus possíveis determinantes são apresentados na **Tabela 5**. Cada coluna corresponde a uma regressão distinta utilizando variáveis alternativas de estrutura de propriedade (CON, PROP e DIF) e de desempenho (Q, LOAT, LAJIRDA). Como exemplo, a coluna (1) representa uma regressão utilizando direito de controle (CON) como variável de estrutura de propriedade e Q de Tobin (Q) como variável de desempenho. Optou-se por omitir da tabela os resultados das regressões utilizando as variáveis de desempenho VF e LOPAT, já que seus resultados foram similares aos obtidos utilizando Q e LAJIRDA, respectivamente.

De acordo com a Tabela 5, observa-se uma relação negativa significativa no nível de 5% entre a concentração de ações ordinárias em posse do controlador (CON) e o nível de governança corporativa da empresa, sugerindo que a presença de um acionista controlador forte em termos de direito de voto associa-se negativamente à qualidade da governança corporativa. Constatou-se também que, quanto maior o excesso de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa do controlador (DIF), pior o nível de governança. Esse resultado pode ser considerado robusto, já que foi obtido para todas as regressões no nível de significância de 1%.

Os resultados da influência das variáveis de desempenho sobre o nível de governança corporativa, embora com significância estatística apenas no caso da variável LAJIRDA, apontam para uma relação positiva, sugerindo que as empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança. Este resultado sinaliza que os estudos que visam a captar o impacto de mecanismos de governança sobre desempenho podem sofrer do problema econométrico de causalidade reversa, já que o desempenho também parece causar impacto nos mecanismos de governança. Adicionalmente, observou-se que as empresas de maior porte e emissoras de ADRs possuem melhor governança, ambas no nível de significância de 1% em todas as especificações. A identidade do acionista controlador, a natureza das operações e as oportunidades futuras de crescimento (pelo menos da forma como foi aproximada) não parecem ter impacto sobre o nível de governança corporativa das empresas. É importante ressaltar, entretanto, que a definição operacional adotada para as oportunidades futuras de crescimento na presente pesquisa é relativamente imprecisa.

IGOV									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CREC	0,049 (0,56)	0,018 (0,20)	0,005 (0,06)	0,043 (0,50)	0,012 (0,14)	0,002 (0,02)	0,049 (0,57)	0,019 (0,23)	0,006 (0,08)
log(REC)	2,254*** (4,84)	2,203*** (4,53)	1,854*** (3,92)	2,136*** (4,41)	2,071*** (4,12)	1,711*** (3,50)	1,848*** (3,87)	1,873*** (3,81)	1,573*** (3,27)
TANG	0,122 (0,53)	0,084 (0,35)	-0,027 (-0,12)	0,105 (0,45)	0,068 (0,29)	-0,031 (-0,14)	0,165 (0,73)	0,132 (0,56)	0,021 (0,09)
ADR	3,840*** (4,91)	4,025*** (5,03)	4,316*** (5,40)	4,012*** (5,13)	4,162*** (5,23)	4,242*** (5,58)	4,004*** (5,28)	4,123*** (5,31)	4,190*** (5,62)
BOV	0,020 (0,03)	-0,087 (-0,13)	0,356 (0,54)	0,033 (0,05)	-0,039 (-0,06)	0,425 (0,64)	0,280 (0,43)	0,133 (0,20)	0,552 (0,84)
CON	-2,604** (-2,16)			-2,340** (-1,96)			-2,652** (-2,27)		
PROP		0,213 (0,19)			0,455 (0,42)			0,088 (0,08)	
DIF			-4,464*** (-3,02)			-4,463*** (-3,16)			-4,336*** (-3,01)
Q	0,340 (1,04)	0,187 (0,55)	0,061 (0,19)						
LOAT				0,581 (0,38)	0,847 (0,54)	1,270 (0,84)			
LAJIRDA							7,873** (2,30)	7,007** (2,00)	6,427* (1,91)
IDENT 1	0,399 (0,37)	0,009 (0,01)	-0,553 (-0,52)	0,438 (0,40)	0,003 (0,00)	-0,520 (-0,49)	0,265 (0,25)	-0,099 (-0,09)	-0,683 (-0,65)
IDENT 2	1,505 (1,30)	1,340 (1,13)	0,895 (0,78)	1,608 (1,38)	1,470 (1,18)	0,993 (0,87)	1,668 (1,47)	1,480 (1,26)	0,995 (0,88)
IDENT 3	0,891 (0,75)	0,640 (0,53)	0,549 (0,47)	0,917 (0,77)	0,673 (0,56)	0,626 (0,54)	0,756 (0,65)	0,527 (0,44)	0,431 (0,38)
IDENT 4	1,909 (1,34)	1,807 (1,23)	1,053 (0,74)	1,907 (1,34)	1,780 (1,22)	1,066 (0,75)	1,628 (1,16)	1,587 (1,10)	0,857 (0,61)
PAYOUT	0,005 (0,48)	0,006 (0,59)	0,004 (0,43)	0,005 (0,51)	0,006 (0,62)	0,005 (0,47)	0,005 (0,55)	0,007 (0,65)	0,005 (0,49)
Intercepto	-6,123* (-1,95)	-7,564** (-2,41)	-3,873 (-1,19)	-5,213 (-1,64)	-6,677** (-2,12)	-2,949 (-0,91)	-4,433 (-1,44)	-6,370** (-2,11)	-3,127 (-1,01)
R² ajust.	47,2%	45,1%	49,1%	46,8%	45,1%	49,4%	49,1%	46,8%	50,7%
Prob. (F)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Empresas (n)	161	161	161	161	161	161	161	161	161

A variável dependente é o índice de governança corporativa (IGOV) especialmente construído conforme a seção 2.2.1. A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 2.2. Incluíram-se variáveis binárias para o setor de atuação (IND) das empresas nas regressões, as quais foram omitidas da tabela por limitação de espaço. Os dados são relativos ao ano de 2002. Os números em parênteses indicam a estatística *t*. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método dos mínimos quadrados e em todas as especificações o teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg não rejeitou a hipótese nula de variância constante (homocedasticidade) dos erros.

Tabela 5. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOV).

A aderência dos modelos aos pressupostos de um modelo de regressão linear foi avaliada por meio dos testes de heterocedasticidade de Breusch-Pagan e de Cameron-Trivedi e do teste de normalidade de Jarque Bera. Os modelos não apresentaram problemas de

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

heterocedasticidade em todas as especificações. Alternativamente, foram realizadas regressões utilizando erros padrão robustos, com os resultados se mantendo inalterados. Foram analisadas observações extremas (*outliers*) por meio dos resíduos *studentizados*. As principais conclusões foram mantidas em todos os modelos, com e sem as observações extremas. Finalmente, foram realizadas regressões robustas para todas as especificações, atribuindo um peso menor para os *outliers*. Novamente, os principais resultados foram mantidos.

Como existem questões sobre estrutura de propriedade compondo o IGOV, foram realizadas regressões excluindo as questões 18 e 19 do índice, diretamente relacionadas à concentração do direito de voto e ao excesso de poder de voto em posse dos controladores. Desta forma, foi construído um índice de governança sem as questões 18 e 19, denominado IGOV18. Os resultados das regressões utilizando o IGOV18 como variável dependente são apresentados na Tabela 6. Os sinais dos coeficientes de todos os possíveis determinantes do nível de governança corporativa permaneceram inalterados, porém os coeficientes das variáveis CON e DIF deixaram de apresentar significância estatística. As variáveis de desempenho novamente sugerem uma relação positiva com a qualidade da governança, porém apenas com a variável LAJIRDA apresentando significância estatística.

IGOV18									
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CREC	0,034 (0,40)	0,022 (0,26)	0,025 (0,30)	0,029 (0,34)	0,015 (0,18)	0,021 (0,25)	0,035 (0,43)	0,024 (0,29)	0,025 (0,31)
log(REC)	2,087*** (4,60)	2,022*** (4,36)	1,944*** (4,16)	1,953*** (4,15)	1,867*** (3,90)	1,787*** (3,69)	1,713*** (3,69)	1,689*** (3,62)	1,605*** (3,40)
TANG	0,084 (0,37)	0,056 (0,25)	0,036 (0,16)	0,074 (0,33)	0,043 (0,19)	0,025 (0,11)	0,131 (0,59)	0,109 (0,49)	0,085 (0,38)
ADR	3,921*** (5,15)	3,999*** (5,24)	3,989*** (5,28)	4,075*** (5,37)	4,145*** (5,47)	4,126*** (5,46)	4,040*** (5,48)	4,085*** (5,54)	4,083*** (5,58)
BOV	0,310 (0,49)	0,332 (0,52)	0,468 (0,72)	0,341 (0,53)	0,393 (0,61)	0,540 (0,83)	0,564 (0,89)	0,560 (0,88)	0,695 (1,08)
CON	-0,293 (-0,25)			-0,090 (-0,08)			-0,412 (-0,36)		
PROP		0,642 (0,60)			0,884 (0,86)			0,478 (0,47)	
DIF			-1,673 (-1,15)			-1,904 (-1,32)			-1,589 (-1,12)
Q	0,226 (0,71)	0,157 (0,48)	0,157 (0,50)						
LOAT				0,980 (0,65)	1,152 (0,77)	1,196 (0,80)			
LAJIRDA							7,625** (2,29)	7,279** (2,18)	7,269** (2,20)
PAYOUT	0,004 (0,38)	0,004 (0,40)	0,003 (0,33)	0,004 (0,42)	0,004 (0,44)	0,003 (0,36)	0,004 (0,44)	0,004 (0,46)	0,004 (0,40)
Intercepto	-7,667** (-2,13)	-7,850** (-2,23)	-6,845* (-1,90)	-7,117* (-1,97)	-7,226** (-2,05)	-6,046* (-1,67)	-6,811* (-1,93)	-7,172** (-2,09)	-6,235* (-1,78)
R² ajust.	46,8%	46,9%	47,4%	46,8%	47,1%	47,5%	48,8%	48,9%	49,4%
Prob. (F)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Empresas (n)	161	161	161	161	161	161	161	161	161

A variável dependente é o índice de governança corporativa após a exclusão das questões 18 e 19 (IGOV18). Estas questões são diretamente relacionadas à concentração do direito de voto e ao excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores. A definição das variáveis independentes é apresentada na seção 2.2. Incluíram-se variáveis binárias para o setor de atuação (IND) das empresas e para a identidade dos acionistas controladores (IDENT) nas regressões, as quais foram omitidas da tabela por limitação de espaço. Os dados são relativos ao ano de 2002. Os números em parênteses indicam a estatística t. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método dos mínimos quadrados e em todas as especificações o teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg não rejeitou a hipótese nula de variância constante dos resíduos.

Tabela 6. Possíveis Determinantes do Nível de Governança Corporativa (IGOV18).

Com base na comparação dos resultados das regressões utilizando IGOV (Tabela 5) e IGOV18 (Tabela 6) como variáveis dependentes, constatou-se que apenas as variáveis de estrutura de propriedade (CON, PROP e DIF) apresentaram mudança de significância estatística, sugerindo uma maior sensibilidade da relação entre estrutura de propriedade e nível de governança de acordo com a aproximação utilizada para qualidade da governança. Antes da realização dos testes, o sentido proposto da relação entre nível de governança e as

READ EDIÇÃO 61 VOL. 14 Nº 3 SET/DEZ 2008

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

variáveis de estrutura de propriedade não era claro de antemão. Como exemplo, uma maior concentração de ações ordinárias em posse do controlador poderia fazer a empresa apresentar um pior nível de governança corporativa em decorrência do seu maior direito de controle, mas poderia, por outro lado, levar a empresa a adotar boas práticas de governança como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação. Além disso, é importante ressaltar que o IGOV é composto por quatro dimensões que podem ser agrupadas em duas grandes categorias: acesso e conteúdo das informações (questões 1 a 10), que envolve a tentativa de a companhia mostrar transparência; e estrutura de governança (questões 11 a 20), que envolve o processo decisório de alta gestão por meio do conselho de administração e da propriedade e controle das ações.

Durante a coleta de dados e construção do IGOV, constatou-se que algumas empresas apresentavam pontuação alta na categoria acesso e conteúdo das informações e pontuação baixa na categoria estrutura de governança, e vice-versa. Desta forma, seria possível que a relação entre estrutura de propriedade e o nível de governança apresentasse sentido diferente em função da aproximação utilizada para a qualidade da governança corporativa. Como forma de testar esta hipótese, foram construídos três índices: IGOV10, abrangendo apenas as dez primeiras questões do IGOV (categoria acesso e conteúdo das informações); IGOV20, abrangendo apenas as dez últimas questões do IGOV (categoria estrutura de governança¹⁰); e IGOV8, abrangendo as dez últimas questões do IGOV com exceção das questões 18 e 19, diretamente relacionadas à concentração do direito de voto e ao excesso de poder de voto em posse dos controladores. Os resultados das regressões das variáveis de estrutura de propriedade e controle contra os índices de governança construídos, utilizando variáveis alternativas de desempenho, são apresentados na Tabela 7:

¹⁰ Contempla as dimensões de estrutura do Conselho e Administração e de estrutura de propriedade e controle das ações.

		IGOV	IGOV18	IGOV10	IGOV20	IGOV8
Q		-1,608 (-1,34)	0,409 (0,35)	0,168 (0,19)	-2,206*** (-2,93)	-0,066 (-0,11)
LOAT	CON	-1,308 (-1,10)	0,742 (0,65)	0,375 (0,42)	-2,230*** (-3,05)	-0,154 (-0,26)
LAJIRDA		-1,326 (-1,15)	0,691 (0,62)	0,184 (0,21)	-2,072*** (-2,78)	-0,159 (-0,27)
Q		1,025 (0,96)	1,893* (1,88)	-0,410 (-0,50)	1,649** (2,33)	1,991*** (3,55)
LOAT	PROP	1,782* (1,74)	2,080** (2,14)	-0,192 (-0,24)	1,560** (2,25)	1,423*** (2,67)
LAJIRDA		0,950 (0,96)	1,535* (1,64)	-0,376 (-0,48)	1,307* (1,90)	1,540*** (2,76)
Q		-4,672*** (-3,41)	-1,571 (-1,08)	1,278 (1,13)	-6,250*** (-8,42)	-3,152*** (-4,33)
LOAT	DIF	-4,945*** (-3,67)	-1,868 (-1,29)	1,094 (0,96)	-6,090*** (7,94)	-2,914*** (-4,08)
LAJIRDA		-4,512*** (3,41)	-1,256 (-0,90)	1,214 (1,10)	-6,055*** (-7,89)	-2,878*** (-3,99)

As células apresentam os coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade (CON, PROP e DIF) obtidos nas regressões contra diversas aproximações para a qualidade da governança corporativa (IGOV, IGOV18, IGOV10, IGOV20, IGOV8) utilizando variáveis alternativas de desempenho (Q, LOAT, LAJIRDA). IGOV representa o índice de governança descrito na seção 2.2.1. IGOV18 é o IGOV após a exclusão das questões 18 e 19. IGOV10 corresponde apenas às dez primeiras questões do IGOV. IGOV20 corresponde apenas às dez últimas questões do IGOV. IGOV8 corresponde às dez últimas questões do IGOV excluindo as questões 18 e 19. A definição das variáveis de estrutura de propriedade e de desempenho é apresentada na seção 2.2. As regressões incluíram todas as variáveis independentes apresentadas na Tabela 5, sendo omitidas para melhor evidenciar a relação entre estrutura de propriedade e medidas de governança corporativa. Os dados são relativos ao ano de 2002. Os números em parênteses indicam a estatística t. ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados por meio de regressões robustas.

Tabela 7. Relação entre estrutura de propriedade e controle e medidas do nível de governança.

Os resultados da Tabela 7¹¹ mostram que, quando se utiliza o índice de governança completo (IGOV) ou o IGOV18, existe uma relação positiva entre o direito sobre o fluxo de caixa do controlador (PROP) e o nível de governança e existe uma relação negativa entre o excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores (DIF) e o nível de governança. Esses resultados sugerem que a qualidade da governança corporativa pode ser vista como uma função da probabilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários decorrente da estrutura de propriedade e controle da companhia. Em outras palavras, quanto maior o excesso de poder de voto, maior a probabilidade de expropriação dos minoritários e pior a qualidade da governança corporativa.

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

De maneira inversa, quanto maior o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador, menor a probabilidade de expropriação dos minoritários e melhor a qualidade da governança corporativa.

A Tabela 7 mostra ainda que os sinais dos coeficientes das variáveis de estrutura de propriedade e controle se invertem quando são realizadas regressões contra o IGOV10, índice que corresponde apenas às questões da categoria acesso e conteúdo das informações. Desta forma, observa-se uma relação positiva entre direito de controle (CON) e excesso de poder de voto (DIF) e a qualidade da governança nas regressões utilizando IGOV10 como variável dependente. Além disso, observa-se uma relação negativa entre o direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores (PROP) e o nível de governança aproximado pelo IGOV10. Uma possível explicação para essa inversão de sinais dos coeficientes é que as empresas com maior CON e maior DIF tentariam compensar a maior probabilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários decorrente da sua estrutura de propriedade e controle por meio de uma maior divulgação de informações. Desta forma, quanto maior a concentração das ações ordinárias, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos minoritários e melhor a qualidade da governança corporativa, se esta for aproximada exclusivamente pelo acesso e conteúdo das informações. Com base no mesmo argumento, o sinal negativo entre PROP e IGOV10 indicaria que uma maior participação dos controladores no direito sobre o fluxo de caixa da companhia poderia ser vista como uma redução da probabilidade de expropriação dos minoritários, levando a uma menor necessidade relativa de divulgação de informações em relação às empresas com menor participação no capital total pelos controladores.

As regressões das variáveis de estrutura de propriedade contra o IGOV20, índice que corresponde apenas às questões da categoria estrutura de governança, mostram uma relação negativa significativa no nível de 1% entre a concentração do direito de voto (CON) e a qualidade da governança corporativa e entre o excesso de poder de voto em posse dos controladores (DIF) e a qualidade da governança. Ademais, as regressões utilizando o IGOV20 mostram uma relação positiva significativa no nível de 1% entre a qualidade da governança corporativa e o direito sobre o fluxo de caixa em posse dos controladores (PROP). Entretanto, novamente é importante ressaltar que as questões 18 e 19 são diretamente relacionadas às variáveis CON e DIF. Desta forma, foram realizadas regressões utilizando o

¹¹ É importante destacar que os resultados foram obtidos por meio de regressões robustas, enquanto os coeficientes reportados para IGOV e IGOV18 nas tabelas 6 e 7 foram obtidos pelos mínimos quadrados simples.
READ EDIÇÃO 61 VOL. 14 Nº 3 SET/DEZ 2008

IGOV8, que corresponde ao IGOV20 excluindo as questões 18 e 19. Os resultados foram os mesmos obtidos nas regressões utilizando o IGOV20, com perda de significância estatística apenas nos coeficientes das variáveis relacionadas ao direito de controle (CON). Os resultados sugerem fortemente que, quanto maior o direito sobre o fluxo de caixa em posse do controlador, melhor a qualidade da governança corporativa, se esta for aproximada pela estrutura de governança da empresa. Ademais, os resultados também indicam fortemente que, quanto maior o excesso de poder de voto em posse do controlador, pior a qualidade da governança, se esta for aproximada pela estrutura do conselho de administração e pela estrutura de propriedade da companhia.

Em resumo, a influência da estrutura de propriedade e controle sobre a qualidade da governança corporativa parece apresentar dois sentidos opostos em função da aproximação para qualidade da governança corporativa escolhida. Se a qualidade da governança corporativa for aproximada pela categoria acesso e conteúdo das informações, os resultados indicam uma relação positiva entre direito de controle (CON) e excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (DIF) e o nível de governança, fortalecendo a hipótese de que as empresas tentariam compensar uma maior probabilidade de expropriação da riqueza dos minoritários por meio de uma maior divulgação de informações. Se a qualidade da governança corporativa for aproximada pela categoria estrutura de governança, os resultados indicam uma relação negativa entre CON e DIF e o nível de governança e uma relação positiva entre o direito sobre o fluxo de caixa (PROP) e o nível de governança, fortalecendo a hipótese de que as empresas nas quais o controlador detém expressivo direito de voto em relação ao seu direito sobre o fluxo de caixa tendem a estruturar o processo decisório de alta gestão em desacordo com as práticas de governança consideradas boas pelo mercado. Os resultados gerais, utilizando o índice completo IGOV ou o IGOV18, apontam para uma relação positiva entre PROP e o nível de governança e para uma relação negativa entre CON e DIF e o nível de governança, sugerindo que prevalece o efeito negativo da concentração do direito de controle e do excesso de direito de voto em posse do controlador sobre a qualidade da governança corporativa e que também prevalece o efeito positivo de se ter um controlador com parcela expressiva do capital total da companhia sobre a qualidade da governança corporativa.

4 Considerações Finais

O objetivo principal do estudo foi investigar os possíveis determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras, partindo da hipótese de que empresas submetidas a um mesmo ambiente contratual podem apresentar níveis diferentes de qualidade da governança corporativa devido a características observáveis das mesmas. Especificamente, foram testados os seguintes determinantes contra um índice de governança especialmente elaborado para este estudo (IGOV):

- Estrutura de propriedade – direito de voto (CON), direito sobre o fluxo de caixa (PROP) e excesso de direito de voto em relação ao direito sobre o fluxo de caixa (DIF) em posse do acionista controlador;
- Desempenho da empresa – Q de Tobin (Q), Lucro operacional sobre ativo total (LOAT) e geração bruta de caixa sobre ativo total (LAJIRDA);
- Tamanho da empresa (Log(REC)); Oportunidades futuras de crescimento (CREC); Natureza da operação (TANG); Emissão de ADRs; Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa (BOV); Identidade do acionista controlador (IDENT); Setor de Atuação (IND); Índice de *Payout* (PAYOUT).

As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade apresentaram os resultados mais importantes, sugerindo que a concentração da estrutura de propriedade influencia a qualidade da governança corporativa. Especificamente, constatou-se que, quanto maior o poder do acionista controlador em termos de direito de voto (CON - concentração de ações ordinárias) e em termos de disparidade entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa (DIF), pior a qualidade da governança corporativa. A relação entre CON e IGOV foi negativa e significativa no nível de 5% em todas as especificações, enquanto a relação entre DIF e IGOV foi negativa e significativa no nível de 1% em todas as especificações. De maneira inversa, a relação entre o direito sobre o fluxo de caixa (PROP) e IGOV foi positiva em todas as especificações, porém sem significância estatística. Os resultados oferecem evidências em favor da hipótese de que a separação entre direito de voto e direito sobre o fluxo de caixa é prejudicial para a governança. É importante ressaltar, entretanto, que questões sobre estrutura de propriedade compõem o IGOV, mesmo que com peso relativamente pequeno sobre a pontuação final. Foram realizadas regressões alternativas excluindo as duas questões diretamente relacionadas à concentração do direito de voto e ao excesso poder de voto em posse dos controladores. O

resultado dessas regressões foi semelhante ao obtido com o índice de governança completo (IGOV), porém os coeficientes das variáveis CON e DIF deixaram de apresentar significância estatística, apesar de manterem em todos os casos os mesmos sinais.

A relação observada entre estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa merece uma importante ressalva. O índice de governança (IGOV) construído é composto por vinte questões que podem ser agrupadas em duas grandes categorias: acesso e conteúdo das informações corporativas (questões 1 a 10), que envolve a tentativa de a companhia mostrar transparência; e estrutura de governança (questões 11 a 20), que envolve o processo decisório de alta gestão por meio do conselho de administração e da propriedade e controle das ações. Foram construídos dois índices alternativos: IGOV10, abrangendo apenas as dez primeiras questões do IGOV (categoria acesso e conteúdo das informações); IGOV20, abrangendo apenas as dez últimas questões do IGOV (categoria estrutura de governança). Na seqüência, foram realizadas regressões com os índices alternativos IGOV10 e IGOV20.

Os resultados indicaram que a influência da estrutura de propriedade e controle sobre a qualidade da governança corporativa parece apresentar dois sentidos opostos em função da aproximação para qualidade da governança corporativa escolhida. Quando a qualidade da governança corporativa é aproximada pela categoria acesso e conteúdo das informações (IGOV10), os resultados indicam uma relação positiva entre direito de voto (CON) e a qualidade da governança e entre o excesso de poder de voto (DIF) e a qualidade da governança, fortalecendo a hipótese de que as empresas tentariam compensar uma maior probabilidade de expropriação da riqueza dos minoritários por meio de uma maior divulgação de informações. Quando a qualidade da governança é aproximada pela categoria estrutura de governança (IGOV20), os resultados são opostos, indicando uma relação negativa entre as variáveis CON e DIF e a qualidade da governança e uma relação positiva entre o direito sobre o fluxo de caixa (PROP) e o nível de governança. Esses resultados fortalecem a hipótese de que as empresas nas quais o controlador detém expressivo direito de voto em relação ao seu direito sobre o fluxo de caixa (alto valor de DIF) tendem a estruturar o processo decisório de alta gestão em desacordo com as boas práticas de governança. Os resultados gerais, utilizando o índice completo IGOV com vinte questões, indicam que prevalece o efeito negativo da concentração do direito de voto e do excesso de direito de voto em posse do controlador sobre a qualidade da governança corporativa e também que prevalece o efeito positivo de se ter um

DETERMINANTES DA QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS

controlador com parcela expressiva do capital total da companhia sobre a qualidade da governança corporativa.

Os resultados indicam também que o desempenho pode influenciar a qualidade da governança corporativa, embora a maioria dos estudos anteriores procure apenas obter a relação de causalidade no sentido inverso, avaliando a influência dos mecanismos de governança corporativa sobre o desempenho. Especificamente, os resultados das variáveis de desempenho sobre o nível de governança corporativa apontam para uma relação positiva, embora com significância estatística apenas no caso da variável LAJIRDA, sugerindo que as empresas com melhor desempenho adotam melhores práticas de governança.

Constatou-se também que as empresas maiores e com ADRs negociados apresentam melhor nível de governança corporativa, com uma relação positiva significativa a 1% em todas as especificações testadas. As empresas maiores provavelmente dispõem de mais recursos para implementação de práticas de governança, além de talvez possuírem uma necessidade maior de mitigar os custos de agência decorrentes do seu fluxo de caixa livre. Com relação às empresas com ADRs negociados, percebe-se a tentativa dessas companhias de melhorar a proteção ao investidor mesmo não estando em um ambiente contratual satisfatório, adotando melhores práticas de governança. Esses esforços podem compensar, ao menos parcialmente, o ambiente de fraca proteção ao investidor onde estão inseridas. A identidade do acionista controlador, a natureza das operações e as oportunidades futuras de crescimento não parecem ter impacto sobre a qualidade da governança das empresas.

O estudo reforça a idéia de que a governança corporativa é provavelmente influenciada por características observáveis das empresas. Ademais, o estudo corrobora a hipótese de que as pesquisas que visam a analisar a influência de mecanismos de governança (estrutura de propriedade, estrutura do conselho de administração, estrutura de capital, etc.) sobre o desempenho corporativo por meio de equações isoladas sofrem do problema de endogeneidade e causalidade reversa, haja vista que o desempenho da empresa parece influenciar a adoção de melhores práticas de governança corporativa.

REFERÊNCIAS

- BECK, T., DEMIRGUC-KUNT, A., LEVINE, R. Law, politics and finance. **World Bank Policy Research Working Paper n. 2585**, 2001.
- CHUNG, Kee, PRUITT, Stephen. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v.23, n. 3, p. 70-74, Autumn, 1994.
- CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, FAN, Joseph P.H., LANG, Larry H.P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n.6, p. 2741-2771, December 2002.
- HIMMELBERG, Charles, HUBBARD, Glenn, LOVE, Inessa. Investor protection, ownership and the cost of capital. **Unpublished working paper**, Columbia University, 2001.
- HIMMELBERG, Charles, HUBBARD, Glenn, PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 353-384, 1999.
- KLAPPER, Leora, LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. World Bank Policy Research Working Paper n. 2818, April, 2002.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER, Andrei, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, October, 2000.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. **Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable**, São Paulo, Abril 2000.
- LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, junho de 2005.
- TOBIN, James. Liquidity preferences as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, n. 65-86, February, 1958.