

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ENGENHARIA DE SÃO CARLOS
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

VICTOR CHAVES HENRIQUES

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DA
FIRMA**

Texto-base para Exame Geral de Tese de
Conclusão de Curso, como parte dos requisitos
para obtenção do Título de Bacharel em
Engenharia de Produção Mecânica.

Orientador: Prof. Associado Aquiles Elie Guimarães Kalatzis

São Carlos

2009

RESUMO

HENRIQUES, V.C. (2009). Governança Corporativa e desempenho da firma. Monografia (graduação em Engenharia de Produção) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2009.

O objetivo deste trabalho é verificar a relação entre o desempenho da firma e a adoção de boas práticas de governança corporativa, se mais eficiente ou não em relação àquelas que não adotam tais práticas e não estão listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Para cumprir tal objetivo, foi feita uma regressão linear de dois modelos, um utilizando *dummy* para diferenciar empresas que estão listadas nos níveis diferenciados e as que não estão, outro utilizando *dummies* para investigar o desempenho para cada nível. A base de dados para o período de 2003 a 2008 inclui as empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa. Foi estudado o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil e no Mundo, bem como o problema de agência relativo à separação entre propriedade e controle. Dessa forma, o trabalho busca verificar que empresas que adotam boas práticas de governança não são somente melhores avaliadas pelos investidores, mas também apresentam melhores desempenhos operacionais. Os resultados deste trabalho indicam melhores desempenhos das firmas listadas nos níveis diferenciados quando comparados às empresas que estão no mercado tradicional e de balcão.

Palavras-chave: *governança corporativa, desempenho da firma; Nível 1; Nível 2; Novo Mercado.*

Lista de quadros

Quadro 2.2: Diferenciações entre os segmentos, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1	32
Quadro 4.1: Descrição das variáveis.	42

Lista de Tabelas

Tabela 2.1: Total das empresas listadas nos níveis N1, N2 e NM, no final de cada período...	34
Tabela 4.1: Distribuição das empresas listadas em cada segmento.....	43
Tabela 4.2: Concentração das ações das empresas listadas na BM&FBovespa.....	44
Tabela 4.3: Estatística Descritiva das variáveis logaritmo do ativo, dívida pelo ativo e vendas pelo ativos.....	45
Tabela 4.4: Estatística Descritiva das variáveis utilizadas no presente trabalho.....	45
Tabela 4.5: Estimação dos parâmetros utilizando-se matriz de White e MQG.....	50

Lista de Gráficos

Gráfico 2.1 – Evolução do IBM&FBovespa x IGC x IBRX50 (base 1000 = 25/06/01)	33
--	----

Lista de Siglas

BM&Fbovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
D.P.	Desvio Padrão
EMQO	Estimação dos Mínimos Quadrados Ordinários
ENVVM	Estimador não Viesado de Variância Mínima
EUA	Estados Unidos da América
IAN	Informações Anuais
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Ibovespa	Índice Bovespa
IBRX 50	Índice Brasil 50
IGC	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
ITR	Informações Trimestrais
N1	Nível 1
N2	Nível 2
NM	Novo Mercado
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
ON	Ordinárias

PN	Preferenciais
S.A.	Sociedade Anônima
SOx	Sarbanes-Oxley
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles

SUMÁRIO

Lista de quadros.....	3
Lista de Tabelas	4
Lista de Gráficos.....	5
Lista de Siglas.....	6
1. Introdução	10
1.1 Objetivos da Pesquisa.....	11
1.2 Justificativa da Pesquisa	11
1.3 Aspectos Metodológicos.....	12
1.4 Estrutura do Trabalho	13
2. Governança Corporativa: definição e evolução.....	14
2.1 Propriedade e Controle	15
2.2 O Conflito de Agência.....	17
2.3 Desenvolvimento das práticas de Governança Corporativa	20
2.3.1 EUA.....	21
2.3.2 Alemanha.....	22
2.3.3 Japão	24
2.3.4 Brasil.....	25
2.4 A Governança Corporativa e a BM&FBovespa	27
2.4.1 Nível 1 de Governança Corporativa	28
2.4.2 Nível 2 de Governança Corporativa	30
2.4.3 Novo Mercado	31
2.4.4 Prerrogativas.....	32
3. Modelos para estimação do desempenho da firma e <i>proxy</i> para variáveis de governança. .	36
3.1 Introdução	36

3.2 Metodologia.....	37
3.3 Desempenho da firma e governança corporativa: especificação do modelo.....	38
4. Análise dos Resultados.....	41
4.1 Introdução.....	41
4.2 Base de Dados	41
4.3 Análise Descritiva.....	43
4.4 Análise de Regressão.....	46
4.4.1 Análise de diagnóstico.....	48
5. Conclusão	51
Referências Bibliográficas.....	54

1. Introdução

Muito se tem discutido sobre o papel da governança corporativa para o mercado de capitais. Nos últimos anos, a preocupação com fraudes financeiras, escândalos contábeis, quebra da confiança dos investidores e socorros bilionários a grandes bancos e seguradoras intensificaram a importância da prática da boa governança corporativa, já que os investidores aumentaram seu interesse e profundidade de análise sobre o desempenho das firmas. Os casos das empresas como, *Enron*, *WorldCom*, *Tyco* e *Parmalat*, são exemplos de uma prática ruim da governança corporativa, e conseqüente afastamento de investidores do mercado de ações. Esses e outros eventos questionam a sociedade sobre novas e velhas formas de controle e seus respectivos efeitos como ferramentas garantidoras da transparência das empresas, segurança das operações e alinhamento de interesses entre acionistas e controladores.

A tentativa de amenizar os problemas originados da falta de regras para a prática da boa governança corporativa e a implementação das mesmas têm sido alvo de muitas discussões, tanto no âmbito nacional como no internacional. A busca por promover o desenvolvimento das boas práticas de governança corporativas resultou em um conjunto de medidas como códigos, leis e inovações propostas no mundo pelas bolsas de valores, institutos e órgãos reguladores do mercado. Desta forma, a governança corporativa busca garantir ao investidor uma proteção de seus direitos, igualdade e transparência na divulgação de informações. Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 738) “corporate governance mechanisms are economic and legal institutions that can altered through the political process - sometimes for the better”.

O principal ponto de discussão acerca do assunto governança corporativa é, principalmente, o que considera os problemas de agência. É de grande importância identificar

e entender os efeitos da adoção das boas práticas de governança corporativa. Neste sentido, este trabalho analisa se os benefícios proporcionados pela adoção de tais práticas estão relacionados ao melhor desempenho da firma.

1.1 Objetivos da Pesquisa

Neste trabalho buscar-se-á analisar e comparar o desempenho operacional das firmas brasileiras que estejam listadas nos diferentes níveis de governança corporativa - Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado - com as empresas que não estão listadas nesses segmentos¹. Para o entendimento do sistema de governança brasileiro e a análise do seu efeito no desempenho da firma faz-se necessário:

- Sistematizar e analisar a literatura sobre governança corporativa e apresentar o seu perfil no Brasil;
- Identificar e compreender as exigências implementadas pela BM&FBovespa para adesão aos níveis de governança corporativa, e examinar sua evolução;
- Avaliar o desempenho da firma para uma amostra de empresas brasileiras através da utilização modelos de regressão.

1.2 Justificativa da Pesquisa

A literatura tem sugerido, a existência de uma relação positiva entre boas práticas de governança corporativa e desempenho da firma. Em geral, o contexto de governança corporativa estimula a transparência nas divulgações das informações da empresa o que aumenta o interesse de negociações dos investidores (Brown et. al, 2006). Consequentemente,

¹ Os níveis de governança corporativa referem-se à atual classificação da Bolsa de Mercadorias, Futuro e Valores – BM&FBovespa.

as ações das empresas que adotam práticas de governança corporativa apresentaram-se com maior liquidez. Isto reflete em um ambiente mais favorável à empresa para captação de recursos (BM&FBovespa, 2006), ou seja, realização de investimentos mais lucrativos focando em seu crescimento, expandindo as vendas e faturamento. Neste sentido, este trabalho procura verificar a existência de uma relação entre desempenho das empresas e a adoção de prática de governança corporativa, que no Brasil é classificada em diferentes níveis. Cabe ressaltar que a prática de governança corporativa se diferencia entre os países, sendo necessário o conhecimento da sua estrutura, principalmente para o Brasil.

1.3 Aspectos Metodológicos

A análise do desempenho das empresas brasileiras que adotam a prática da governança corporativa tem como base de dados um conjunto de 342 firmas brasileiras no período de 2003 a 2008. Desta base de dados foram estimados os parâmetros da equação do desempenho da firma utilizando-se os procedimentos baseados na análise de regressão².

Para implementação do modelo de regressão, a escolha das variáveis foi feita considerando a atual literatura dos estudos sobre desempenho da firma e a governança corporativa. Em geral, as medidas de desempenho operacional da firma utilizadas na literatura são dadas pelas variáveis: retorno do lucro operacional sobre o ativo total; lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização sobre o ativo total; e retorno do lucro operacional sobre o patrimônio líquido. Já as variáveis independentes utilizadas são o logaritmo natural do ativo total, a alavancagem financeira, a receita líquida sobre ativo total, e *dummies* de tempo e setor.

² Na literatura internacional, Brown et. al (2004) e Bhagat e Bolton (2008) investigaram a relação entre governança corporativa e desempenho da firma. Ambos os trabalhos verificaram que a prática de boa governança corporativa tem impacto positivo sobre o desempenho da empresa.

A variável logaritmo natural do ativo total atua como uma *proxy* para o tamanho da firma. A variável receita líquida sobre ativo total considera o nível de produção sobre o ativo total. A variável dívida busca captar se uma maior alavancagem elevaria o desempenho da empresa, posto que o custo de capital de terceiros é, normalmente, menor que o custo de capital próprio. A presença de *dummies* de tempo refere-se aos estudos com dados em painel, e busca investigar a influência de mudanças macroeconômicas sobre o desempenho da firma.

Na estimação do desempenho da firma foram consideradas, também, variáveis *dummies* para os níveis diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A justificativa para identificar cada nível de governança corporativa deve-se à idéia de que as firmas que se enquadram no conjunto de regras e práticas exigidos pela BM&FBovespa apresentam boa prática governança corporativa, o que pode apresentar reflexos sobre o desempenho. A base de dados foi levantada no Economática, trabalhando com empresas de característica não financeira.

1.4 Estrutura do Trabalho

O presente trabalho é iniciado com esta introdução, que contextualiza a pesquisa, apresentando a motivação e o objetivo a ser atingido. O capítulo 2 fornece uma revisão da literatura sobre a governança corporativa, apresentando o seu conceito e sua estrutura em países como: Brasil, Estados Unidos, Alemanha e Japão. Além disso, o capítulo 2 também discute a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa criados pela BM&FBovespa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. O capítulo 3 discute a metodologia utilizada no atual trabalho e as ferramentas aplicadas. O capítulo 4 apresenta a descrição da base de dados utilizada e os resultados das estimações da equação do desempenho. Por fim, o capítulo 5 apresenta a conclusão deste trabalho.

2. Governança Corporativa: definição e evolução.

Este capítulo traz um panorama do desenvolvimento da governança corporativa, ou seja, apresenta os fundamentos da governança corporativa no Brasil e no mundo, o problema da agência e as similaridades e diferenças entre os diferentes códigos ou relações de boas práticas de governança corporativa. Primeiramente foi feito um *benchmark* na literatura, procurando livros, artigos de revistas e acadêmicos, como forma de melhor compreender o assunto e melhor estruturar o projeto da monografia.

A literatura que aborda esse tema é muito vasta. Na maioria dos países, os órgãos responsáveis pelo controle e regulamentação do mercado de ações trabalham muito no desenvolvimento desse tema, objetivando a ampliação da transparência nas transações e nas demonstrações de resultado, bem como a extensão e garantia de direitos dos minoritários. No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a BM&FBovespa e Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) são os principais órgãos que desenvolvem e difundem essas práticas, buscando o desenvolvimento e fortalecimento do mercado financeiro. O IBGC formaliza o conceito, definindo-o como:

[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade³.

³ <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=17>

O estudo de Shleifer e Vishny (1997), uma das principais referências a respeito do tópico, define governança corporativa como a forma pela qual os fornecedores de capital asseguram o retorno dos seus investimentos. A definição mais ampla é feita pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), em que a Governança Corporativa é definida como um componente essencial na melhoria da eficiência e do crescimento econômico, bem como no reforço da confiança do investidor. É um conjunto de relações entre todos que tenham interesses relevantes como o órgão de organização e os acionistas. Ela estabelece a estrutura pela qual são tomadas as decisões estratégicas, estrutura de tomada de decisão e de controle. Um bom sistema proporciona incentivos para que gestores e acionistas determinem objetivos que sejam de interesse mútuo e de fácil fiscalização.

2.1 Propriedade e Controle

A separação entre propriedade e controle é um tema relevante no entendimento de como a governança corporativa surgiu e se desenvolveu. Entende-se por propriedade, a detenção do capital investido, e por controle, os responsáveis pela gestão operacional do negócio. Em geral, a separação entre propriedade e controle torna-se inevitável devido ao desenvolvimento e crescimento das empresas. O primeiro documento que abordou o assunto com relevância foi *The Wealth of Nations* de Adam Smith (1776), passando por outros autores como Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976), que também estudaram a importância do tema.

Esses autores dissertaram sobre as diferenças de alinhamentos de objetivos dos proprietários e dos administradores e o surgimento de atritos entre eles. Além disso, entenderam que a separação entre propriedade e controle torna-se inevitável devido à industrialização dos países e o desenvolvimento do mercado. Para Berle e Means (1932) com

o crescimento das empresas e desenvolvimento dos mercados, surge a necessidade da separação entre propriedade e controle, pois esse crescimento incapacitaria uma única família ou um único proprietário de controlar uma empresa. Desta forma, os autores observaram que a necessidade de separação levaria a uma disseminação de estruturas de controle de terceiros para as empresas, ou seja, as empresas estariam sempre buscando capital humano de qualidade para gestão, bem como formas de organizar e solucionar problemas oriundos dessa separação.

O estudo de La Porta *et. al.* (1998) encontrou a propriedade familiar e a estrutura concentrada como a forma mais comum de controle no mundo⁴. Os autores também relacionaram a fraca estrutura de proteção oferecida aos acionistas (investidores) com a concentração de propriedade, e apresentaram dois motivos para isso:

- A necessidade dos investidores de possuir grande parte do capital de uma empresa para exercer o poder de controle e monitorar o comportamento dos gestores a fim de evitar a expropriação de riqueza.
- A fraca proteção dos investidores levaria os minoritários a pagar somente um baixo preço pelas ações, inibindo as empresas de ofertar novas ações o que implicaria em um mercado ainda mais concentrado.

Apesar da estrutura de controle mais comum ser a concentrada, nos mercados mais dinâmicos do mundo, EUA e Reino Unido, tem-se uma estrutura mais pulverizada. O que se nota é que a busca das empresas em obter maior competitividade internacional tem resultado em uma tendência de dispersão da base de acionistas para o mercado de capitais. Nesse sentido, estudar os problemas que advêm da separação entre propriedade e controle em estruturas pulverizadas ganham importância, principalmente no que se refere à possibilidade de expropriação da riqueza dos proprietários pelos gestores. Em outras palavras, a separação

⁴ Em geral, as empresas apresentam características ou de propriedade pulverizada (baixa porcentagem das ações ordinárias detidas pelo acionista controlador) ou propriedade concentrada (alta porcentagem das ações ordinárias detidas pelo acionista controlador)

entre controle e propriedade dá origem aos conflitos entre os gestores (agentes) e os proprietários (principais), já que estes estão interessados, cada qual, na maximização da sua riqueza.

2.2 O Conflito de Agência

O problema de agência é compreendido como o conflito de interesses entre gestores e proprietários. Quando os agentes não agem na maximização da riqueza dos principais (detentores do capital da empresa) e sim na maximização pessoal (comumente observada em salários e bônus) tem-se a caracterização desse conflito na prática empresarial. Essa abordagem é muito estudada na literatura porque intensificou a discussão sobre governança corporativa e contribui para o desenvolvimento das boas praticas de governança. Como consequência dos problemas de agências os proprietários agem de maneira mais cautelosa por meio de contrato, no qual contratam agentes (terceiros) para desempenharem o serviço de gestão operacional, segundo Jensen e Meckling, (1976).

Entretanto, é praticamente impossível estruturar esse contrato de maneira a cobrir, em sua totalidade, todas as possíveis situações que a empresa pode estar exposta, ou seja, não é praticável a elaboração de um contrato que cobriria situações futuras. Em geral, esse contrato somente estabelece o que os gestores devem fazer com o capital e como será a distribuição do retorno oriundo dele.

Segundo Jensen e Meckling (1976), se agentes e principais buscam sempre a maximização de sua própria riqueza então é possível que os gestores não tomem suas decisões de forma a maximizar a riqueza dos proprietários, o que geraria a expropriação da riqueza dos proprietários. Já Shleifer e Vishny (1997) caracterizaram o problema de agência como as

dificuldades que os investidores têm em garantir a não expropriação de seu capital ou a realização de investimentos não atrativos.

Na prática a expropriação da riqueza pode ocorrer porque os gestores, detentores do maior conhecimento do negócio, podem tomar decisões para defesa de seus interesses e não na maximização da riqueza do proprietário. Pela natureza dos contratos os principais delegam a autoridade de gestão para os agentes, porém devido à impossibilidade de se elaborar um contrato que proteja os interesses dos principais em todas as situações os administradores e acionistas têm de montar estruturas e alocar direitos residuais de controle, ou seja, os direitos de tomar decisões em situações não completamente cobertas pelo contrato. Desta forma, é a partir desse controle que os agentes têm a oportunidade de expropriar a riqueza dos investidores

Para La Porta *et. al.* (2000), as formas de expropriação são: reinvestimento do fluxo de caixa em projetos que não agregam valor; desvio de lucros; escolha de projetos baseados em critérios pessoais e não em análise técnica; resistência à liquidação ou fusão vantajosa para os acionistas; diversificação excessiva da empresa; determinação de remuneração abusiva; e venda por preços abaixo do de mercado, de ativos ou de títulos para empresas das quais são controladores. Shleifer e Vishny (1997) consideram, ainda, a permanência de gestores desqualificados ou incompetentes no corpo administrativo da empresa.

Para Hart (1995), a governança corporativa é a forma de reduzir os conflitos de agência na ausência de contratos perfeitos:

In a world of incomplete contracts (where agency problems are also present), governance structure does have a role. Governance structure can be seen as a mechanism for making decisions that have not been specified in the initial contract. More precisely, governance structure allocates residual rights of control over the firm's nonhuman assets; that is, the right

to decide how these assets should be used, given that a usage has not been specified in a initial contract. (p. 680)

Assim, no sentido de amenizar os problemas de agência os proprietários além de elaborar contratos que descrevam as possibilidades de decisões, também fornecem incentivos aos gestores. Tirole (2001) dividiu o assunto em três mecanismos. Os incentivos gerenciais explícitos relativos aos dados contábeis e premiações com opções de ações por metas atingidas, os implícitos que são bonificações e avanços nas carreiras dos gerentes e, por fim, o mecanismo da estrutura de controle, que usa conselhos para monitorar e exercer votos. É importante ressaltar que as práticas buscam incentivar os gestores a maximizar o capital dos investidores de forma que não trave o sistema de tomadas de decisão operacional nem subjulgue a autoridade dos principais.

Tanto os incentivos como a elaboração de contratos para fazer o alinhamento de interesses entre os envolvidos incorrem em custos, que são chamados de custos de agência. Mallin (2004) definiu o custo de agência como:

The costs resulting from managers misusing their position, as well as the costs of monitoring and disciplining them to try to prevent abuse, have been called agency costs. (p. 11)

De uma maneira geral, os custos advêm dos custos inerentes às atividades que os agentes desempenham para demonstrar suas tentativas de maximização da riqueza dos principais e do “custo de oportunidade” devido às perdas pelas decisões que não maximizam essas riquezas.

Embora, o problema de agência seja comum em empresas de capital pulverizado, ou seja, conflitos entre acionistas e agentes, observa-se em empresas de capital mais concentrado o conflito entre os acionistas majoritários e os minoritários, principalmente quando os direitos acionários entre eles são diferentes. O conflito ocorre porque os acionistas majoritários podem expropriar a riqueza dos minoritários.

2.3 Desenvolvimento das práticas de Governança Corporativa

Ao longo do Século XIX, o mundo observou uma profunda mudança na estrutura administrativa das empresas. No início do século, a participação na governança das empresas era uma realidade mais ativa para os acionistas, controladores ou não. Porém, essa foi uma prática que foi se dissipando com as mudanças no controle e com a pulverização dos acionistas conforme descrito por Greenspan (2007).

Como descreveu Greenspan (2007), os acionistas nomeavam o conselho de administração, que contratava o *Chief Executive Officer* (CEO) e os outros diretores determinavam a estratégia da empresa. A governança corporativa tinha adornos de governo representativo democrático. Com o passar dos anos, a propriedade das empresas foi se diluindo, geração após geração no comando das empresas, o que conferiu uma mudança de caráter dos acionistas. As ações foram se transformando cada vez menos em um instrumento de propriedade ativa e cada vez mais em investimentos onde se observa simplesmente os custos e retornos. Isso, somado ao desenvolvimento dos mercados financeiros, levou a uma liquidez em que, os investidores raramente se opõem à administração e preferem trocar os papéis por outra empresa ao invés de praticar ativamente seus direitos de proprietário. Isso deslocou a governança corporativa das mãos dos acionistas para o controle pelo CEO. A pouca ou nenhuma intervenção ou questionamento por parte do acionista deu liberdade para que o CEO nomeasse o conselho de administração, responsável por analisar e outorgar os planejamentos do CEO. Ou seja, foi criada uma referência circular incapaz de controlar ou provocar qualquer tipo de discussão, impossibilitando que essa estrutura possa defender os interesses de outra parte que não à do controle executivo (gestores).

Os acontecimentos da década de 90 aumentaram a discussão de práticas de governança corporativa no mundo que resolvessem esses problemas, não com enfoque na imposição dos

governos, mas sim na estruturação pelo próprio mercado de uma relação ganha-ganha para acionistas e controladores executivos. A introdução de códigos de governança corporativa tem origem nessa discussão e na necessidade que empresas (captadoras de recursos no mercado) e investidores (fonte desse recurso) têm de conferir maior credibilidade e transparência, a fim de diminuir riscos e aumentar a confiança de investidores.

Cabe ressaltar que os códigos de governança, conjunto de práticas de governança corporativa, foram elaborados de acordo com a necessidade de cada país e de cada empresa. Desta forma, os códigos diferenciam a estrutura de governança de cada nação. As próximas seções discutirão a governança nos seguintes países: Estados Unidos, Alemanha, Japão e Brasil⁵.

2.3.1 EUA

O mercado acionário americano tem características *sui generis* de perfil altamente desenvolvido, controle muito pulverizado e alto volume financeiro negociado, conferindo a ele uma altíssima liquidez de grande parte das ações listadas. Aqui se tem o controle dividido nas mãos de investidores institucionais, instituições de natureza financeira e indivíduos comuns. É a partir deste cenário que a regulamentação da governança corporativa nos Estados Unidos surgiu como primeira ferramenta para dar início ao combate do problema da expropriação de riqueza destes investidores.

Dada a alta pulverização das ações das empresas americanas, é difícil encontrar acionistas com grande controle das companhias. Essa característica resulta em pouca atuação efetiva no controle estratégico, tendo os gestores maior força do que os investidores, que não

⁵ A escolha dos países foi feita de acordo com os sistemas de governança que são considerados como os melhores do mundo pelos pesquisadores.

conseguem influenciar as políticas definidas pelos gestores. O resultado disso é a maximização da utilidade dos gestores em detrimento da utilidade dos controladores, ou seja, a maximização operacional e aumento de salários ao invés de maximização dos retornos do investimento (principalmente distribuição de dividendos), por exemplo.

Na década de 80, tem-se os fundos de pensão (grandes investidores institucionais) como o grande responsável pela formulação das regras de boas práticas de governança corporativa, que objetivavam maximizar a riqueza dos proprietários. Os fundos de pensão também elaboraram o *Council of International Investor*, órgão que buscava a defesa dos interesses destes investidores. A posição atuante deste grupo fez com que a governança se desenvolvesse com maior velocidade e, mesmo não possuindo um código de governança corporativa nos moldes praticados no Brasil, o aparato legal (formulação de leis) transmitiu a confiança necessária para o mercado. Destaca-se a *Delaware Corporate Law* e também a *Sarbanes-Oxley Act 2002*, que são as leis corporativas do Estado de Delaware e um conjunto de leis de demonstrações fiscais, respectivamente.

A *Sarbanes-Oxley Act 2002* refere-se uma série de reformas propostas pelo Congresso norte americano conhecida como *Accounting Industry Reform Act 2002*, que focou na maior autonomia para auditores, após os últimos escândalos financeiros que aconteceram na época. Estas regras estão em concordância com as mudanças das regras para listagem de empresas na *New York Stock Exchange* (NYSE) que datam do mesmo período.

2.3.2 Alemanha

O mercado de ações alemão tem características diferentes e conhecidas como um mercado subdesenvolvido em certos aspectos, quando comparado com outros países. O sistema de governança corporativa alemão é marcado pela defesa dos interesses dos

stakeholders, ou seja, todos os indivíduos envolvidos na companhia. Pela comumente estrutura de propriedade cruzada encontrada, as companhias financeiras e não financeiras são acionistas influentes⁶.

A solução alemã para implementação de práticas de governança a fim de aumentar a clareza de operações e a confiabilidade, se fez na estruturação de dois conselhos, o administrativo e o supervisor. O conselho administrativo tem a responsabilidade de gerir as operações da empresa, enquanto o conselho supervisor fiscaliza o conselho administrativo. Apesar de o conselho supervisor ser formado por membros escolhidos pelos acionistas e pelos funcionários, existem críticas a respeito da representatividade dos funcionários no conselho. Isto ocorre porque esses funcionários podem tomar decisões que não atendam ao interesse da companhia somente para não prejudicá-los, um exemplo do desalinhamento de interesses.

Como nos Estados Unidos, o desenvolvimento da boa prática de governança corporativa ocorreu na década de 90. Devido ao acesso das empresas alemãs a outros mercados, a criação de um conjunto de regras de governança corporativa no país se fez necessária. Assim, em 2002, foi publicado o código *Cromme*, que discute principalmente: acionistas e reunião geral; conselho administrativo; conselho supervisor; co-operação entre estes conselhos; transparência; relatório e auditoria da demonstração financeira anual.

Porém, mesmo antes da publicação deste mesmo código, o *Deutsche Börse* tinha criado o *Neuer Market* (Novo Mercado), mecanismo pelo qual buscava estimular os investimentos de alto risco e os *Initial Public Offering* (IPOs)⁷. Desta forma, o administrador da bolsa alemã tinha como objetivo a formação de um mercado transparente, dinâmico e com maior liquidez dos papéis.

⁶ Tem-se a situação de propriedade cruzada quando uma empresa é a maior acionista de outras empresas, que também possuiu a maior parte de outras empresas.

⁷ *Deutsche Börse*: Administrador da Bolsa de Frankfurt.

IPOs: Primeira abertura de mercado de uma empresa, primeira listagem de ações em uma bolsa.

2.3.3 Japão

A conjuntura econômica do Japão na década de 90 solicitou mudanças para retomada da confiança dos investidores após um longo período de estagnação. Depois da grande recuperação no período pós-guerra, com ápice na década de 80, os anos 90 foram de estagnação econômica que afetaram o crescimento do produto interno e acabou por afastar os investidores internacionais.

O mercado acionário japonês, assim como o alemão, foi marcado pela ampla existência de propriedade cruzada, porém o japonês apresenta uma estrutura diferente. Os *kereitsu*, destaque da economia do Japão, são caracterizados como uma estrutura onde uma série de companhias ao redor de um banco (fornecedor de capital) apresentam intensa estrutura de propriedade cruzada.

Desta forma, tem-se o desenvolvimento da governança corporativa no Japão, juntamente com a publicação das “Recomendações Urgentes com Relação à Governança Corporativa” em 1997 pela Federação Japonesa das Organizações Econômicas. O objetivo desta publicação foi de conscientizar as companhias japonesas da necessidade de adoção de práticas de governança corporativa. Em 1998, o “Fórum de Governança Corporativa – Uma Visão Japonesa” determinou o futuro código de boas práticas de governança. Já em 2001, com a divulgação do código pelo “Comitê de Governança Corporativa do Japão” publicou-se os seguintes fundamentos: garantia de justiça e transparência dos gestores executivos; responsabilidades do CEO; relatórios aos acionistas; comunicação com os investidores; e a missão e o papel do conselho de diretores e dos comitês dentro deste conselho.

Assim, pode-se observar como o desenvolvimento dos sistemas de governança corporativa difere-se para cada país ao atender suas necessidades. Apesar de existirem

diferentes códigos e conjunto de práticas, é possível notar algumas ferramentas comuns em suas elaborações, como o aumento da transparência na divulgação de resultados e a proteção, extensão e garantia de direitos de acionistas.

2.3.4 Brasil

Não diferente de outros países, as indústrias brasileiras tiveram sua formação e desenvolvimento baseados na estrutura familiar, sendo caracterizadas pela estrutura de propriedade concentrada. Segundo Clemente (2004),

[...] o contexto histórico em que vêm se desenvolvendo as empresas brasileiras, mormente as companhias abertas, é o de controle concentrado em poucos donos – não raro vinculados por laços familiares. (p. 235)

No começo do século passado, os grupos empresariais brasileiros eram majoritariamente administrados pelos seus proprietários. Principalmente na década de 70, notou-se um interesse das empresas de abrir seu capital a fim de captar recursos para expansão dos negócios, e assim aumentando as pressões por gestões profissionais. Em dezembro de 1976, a lei de número 6.404 regulamentou o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, até então concentrado em torno do estado como agente fomentador.

Durante anos, as características de liquidez da bolsa de valores no Brasil atraíram fluxos de capitais de curto prazo pouco preocupado com dividendos, práticas de gestão, lucro ou conselho de administração. Além disso, tem-se a característica histórica dos investidores institucionais, donos de grande parte das empresas, que se posicionam fora da gestão.

A reformulação da Lei das S.A., a partir de 2001, foi um grande avanço no desenvolvimento de boas práticas de governança no Brasil. Essa mudança alterou o *status quo* do mercado de capital nacional, em que as principais mudanças foram: limite de emissão de

ações preferenciais, direito a dividendos, representação de acionistas minoritários no conselho de administração e direitos na alienação de controle.

O desenvolvimento da gestão profissional mudou o foco de influência dos proprietários em decisões estratégicas nos conselhos de administração. Isso gerou a necessidade de se estruturar mecanismos que atendessem às necessidades dos proprietários no cenário que se configurou. Em outras palavras, fez-se necessário buscar mecanismos para que o administrador (agente) conduzisse a companhia de forma que atendesse as necessidades do acionista (principal). Desta forma, a governança corporativa considera uma série de mecanismos que objetivam a disciplina, transparência e a responsabilidade dos administradores para com os acionistas.

Por essas características, um aspecto importante do desenvolvimento da governança no Brasil é a relação entre a administração e o acionista. Em comparação com outros países, esse modelo está mais próximo do norte-americano do que do japonês ou do alemão em que a governança corporativa é um assunto a ser observado por todos os agentes relacionados às empresas (clientes, fornecedores, empregados, acionistas e gestores).

Em 2001, a revisão da lei das S.A. de 1976 através da lei de número 10.303 teve por objetivo se adaptar à dispersão acionária e favorecer a transparência e as práticas vinculadas à governança corporativa que se desenvolveram no Brasil e no mundo. Esta medida possibilitou o igual acesso dos minoritários às informações sobre a companhia e transparência no mercado de capitais, o que resultou principalmente no crescimento e na diversificação do sistema financeiro.

Assim, devido aos pontos limitantes existentes no mercado de capitais, a BM&FBovespa, na tentativa de aumentar a liquidez e desenvolver o mercado, criou em 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa. Em geral, esses níveis diferenciados de

governança corporativa refletem diferentes graus de adesão às práticas de governança corporativa.

2.4 A Governança Corporativa e a BM&FBovespa

A Governança Corporativa no Brasil teve início de maneira efetiva e praticável no mercado acionários em dezembro de 2000, com a implementação pela BM&FBovespa dos níveis diferenciados de governança corporativa: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM). A BM&FBovespa criou esses níveis diferenciados, a exemplo da bolsa Alemã com a criação do *Neuer Market*, para estimular a confiança dos investidores na qualidade das ações das empresas, bem como na valorização das mesmas.

A BM&FBovespa estabeleceu diferentes regras para serem adotadas pelas companhias quanto à adesão aos níveis de governança corporativa, como por exemplo, porcentagem das ações no *free float*, respeito de *tag along* e existência de câmara arbitrária⁸. As empresas assumem compromissos que se referem à prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores. Cabe ressaltar que nenhuma companhia é automaticamente classificada em um dos níveis, mesmo cumprindo todos os requisitos. A BM&FBovespa exige a assinatura de um contrato, denominado “Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa” para o nível que a empresa pleiteia. A assinatura se dá, de um lado, a BM&FBovespa e do outro, a companhia, os administradores e o acionista controlador.

Os contratos abordam o cumprimento obrigatório dos requisitos para cada nível diferenciado de governança corporativa, além das práticas que já são obrigatórias para as

⁸ *Free float* refere-se à quantidade de ações de uma empresa disponível para negociação em mercados organizados. *Tag along* refere-se ao direito de alienação de ações conferido a acionistas minoritários, em caso de alienação de ações realizada pelos controladores da companhia (Definição do dicionário de Finanças da BM&FBovespa).

empresas listadas nos mercados tradicional e de balcão. Essas práticas obrigatórias para qualquer empresa são: ITR (Informações Trimestrais), documento enviado a BM&FBovespa e a CVM, trimestralmente, por todas as empresas listadas na Bolsa, contendo informações econômicas e financeiras; IAN (Informações Anuais), documento entregue a BM&FBovespa e a CVM por todas as empresas listadas até o final de maio de cada ano, contendo informações corporativas; DPF (Demonstrações Financeiras Padronizadas), documento entregue a BM&FBovespa e a CVM por todas as empresas listadas até o final de março de cada ano, contendo informações financeiras referentes ao exercício encerrado e outros comentários.

Neste sentido, os segmentos especiais de listagem têm como premissa a melhoria na qualidade e o aumento de informações sobre as empresas, e a ampliação dos direitos societários. Isto provoca uma redução das incertezas envolvidas no processo de investimento e conseqüentemente uma diminuição dos riscos. A redução de incerteza leva a um aumento na liquidez das ações e melhor precificação das mesmas, incentivando aberturas de capital (IPO) e novas emissões, fortalecendo o mercado de capitais como um todo. Na continuação desta seção serão abordados os principais aspectos das práticas exigidas pelos três níveis.

2.4.1 Nível 1 de Governança Corporativa

As informações adicionais que as empresas listadas nesse grupo são obrigadas a divulgar se referem, em sua maioria, a informações sobre o valor da empresa. Esse é o nível que apresenta o menor conjunto de itens adicionais, sendo assim as empresas que desejam participar deste segmento devem assinar um contrato com a BM&FBovespa no qual se comprometem ao cumprimento dos requisitos do N1. O quadro 2.1 apresenta as exigências adicionais que as companhias neste nível assumem.

Informações Adicionais nas ITRs	• Demonstrações financeiras consolidadas; • Demonstrações dos fluxos de caixa da Companhia e do Consolidado; • Abertura para todas as classes de ações da posição acionária dos acionistas com mais de 5% do capital social, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física; • Para os controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, deve-se informar a quantidade dos valores mobiliários detidos por eles e suas características, bem como a evolução dessa posição nos últimos 12 meses; • Quantidade de ações em circulação por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas; • Relatório de Revisão Especial emitido por um auditor independente;
Informações Adicionais nas DFPs	• Fluxos de caixa da Companhia e do Consolidado, discriminados em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos do período do exercício;
Informações Adicionais nas IANs	• As características e a quantidade dos valores mobiliários da Companhia detidos pelos membros do Conselho Fiscal e Conselho de Administração, diretores e grupos controladores, bem como a evolução dessas posições para os 12 meses anteriores; • Quantidade de ações em circulação (<i>free float</i>) por classe e espécie e a porcentagem em relação ao total das ações emitidas

Quadro 2.1: Exigências para listagem do Nível 1.

Fonte: BM&FBovespa

A empresa também se compromete a manter um *free float* mínimo de 25%⁹, e quando houver distribuições públicas, garantir um mínimo de 10% dessas distribuições para investidores pessoa física ou não institucionais. O prospecto da distribuição deve conter essa última informação bem como descrição dos fatores de risco dos negócios, dos processos produtivos e mercados e uma análise da administração sobre as demonstrações financeiras.

Além das exigências apresentadas acima, as companhias listadas neste segmento também são obrigadas a divulgar outras informações¹⁰. Em geral, essas exigências buscam estimular a transparência das companhias listadas neste segmento. As melhorias nas informações divulgadas, principalmente em relação à dispersão e distribuição pública de ações, favorecem a maior negociabilidade dos papéis e valorização dessas companhias.

⁹ Exige-se um percentual mínimo de 25%, pois segundo a Bovepa “quanto maior o percentual de ações em circulação, maior o número de negócios [...] o *free float* de 25% facilita a eleição de membro do conselho de administração pelo mecanismo de voto múltiplo.

¹⁰ Ver BM&FBovespa, disponível em www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel1.pdf

2.4.2 Nível 2 de Governança Corporativa

Como no N1, a adesão ao N2 ocorre por meio de contrato em que a empresa assume um conjunto de regras implantado pela BM&FBovespa. Em geral, o conjunto de regras refere-se à divulgação de informações e adoção de regras societárias, que melhor protege o direito dos acionistas. Quando comparado ao N1 e ao NM, tem-se que as exigências do N2 estão mais próximas das exigências do NM do que das exigências do N1, pois a principal diferença é a emissão de ações preferenciais. Neste sentido, o N2 é voltado para empresas já listadas na Bolsa que possuem ações preferenciais, embora também seja possível para empresas que venham abrir seu capital.

Além das exigências estabelecidas no N1, o contrato de adesão ao N2 abrange uma série de requisitos sobre regras societárias. Os principais compromissos societários referem-se a: se a companhia tiver ações preferenciais, ela deve conferir a essas direito de voto¹¹; se houver alienação do controle acionário, o comprador deverá estender direito de *tag along* de 100% para acionistas ordinários e um mínimo de 80% para preferencialistas, relativos ao valor econômico; se houver fechamento de capital ou rescisão do contrato com a Bolsa, os acionistas deverão receber uma oferta pública de aquisição dos seus investimentos, pelo menos pelo valor econômico das suas ações; o Conselho de Administração deve conter no mínimo cinco membros com mandatos de no máximo dois anos.

Além das informações adicionais nos documentos obrigatórios, a empresa se obriga a divulgar seus resultados nos padrões internacionais, ou seja, seguindo as normas IFRS ou US GAAP¹². Em relação à divulgação do calendário anual corporativo, eventos com acionistas,

¹¹ As situações em que a empresa de conferir o direito a voto são: transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia; a aprovação de contratos entre a empresa e o controlador; avaliação de bens que concorram para aumento de capital; escolha da empresa especializada para determinar o valor econômico, se necessário.

¹² IFRS: *International Financial Reporting Standards*.

US GAAP: *United States Generally Accepted Accounting Principles*.

divulgação de termos de contratos e divulgações das negociações dos controladores, aplica-se as mesmas regras exigidas no N1.

A principal diferença em relação ao N1 é a existência da “Câmara de Arbitragem do Mercado”, que busca solucionar problemas societários que possam existir, bem como agilizar a solução desses eventuais conflitos. A Câmara é composta por pelo menos trinta árbitros escolhidos pelo Conselho de Administração da BM&FBovespa. As partes obrigam-se a não recorrer ao Poder Judiciário, a não ser em casos especiais previstos no “Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado”.

Neste sentido, a adesão a este segmento proporciona à empresa maior negociabilidade dos papéis e melhora na imagem institucional. Cabe ressaltar que tanto o N1 como o N2 representam níveis intermediários de governança corporativa, enquanto o NM representa as maiores exigências de governança corporativa para empresas no Brasil.

2.4.3 Novo Mercado

Diferente dos níveis diferenciados de governança corporativa, o novo mercado tem enfoque nos IPOs da Bolsa, ou seja, na abertura de capital de novas empresas. O NM apresenta características de elevado padrão de governança corporativa. Assim como o N1 e o N2, o objetivo deste segmento é estimular as negociações e o interesse dos investidores, consequentemente fortalecendo o mercado acionário e a valorização da companhia.

Além das exigências estabelecidas no N1 e no N2, o contrato de adesão ao NM exige requisitos adicionais estabelecidos pela BM&FBovespa. O quadro 2.2 apresenta as principais diferenças entre o NM, N2 e N1.

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

Quadro 2.2: Diferenciações entre os segmentos, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1

Fonte: BM&FBovespa

O NM foi criado com a finalidade de mostrar ao investidor que a melhoria das informações divulgadas e ampliação dos direitos societários fornecem uma maior segurança na qualidade das ações. Certamente devido às práticas adotadas pelas companhias no cumprimento do regulamento do novo mercado, as ações listadas neste segmento apresentam-se mais valorizadas. Neste sentido, os benefícios adquiridos pela adesão ao NM abrangem tanto aos investidores como as empresas.

2.4.4 Prerrogativas

As empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa apresentam vantagens sobre os mercados tradicionais e de balcão na BM&FBovespa. A fim de diferenciar

esses segmentos a Bolsa desenvolveu algumas estratégias como: a identificação dos códigos de negociação nos painéis do pregão; logotipos específicos; divulgação no site da BM&FBovespa das informações divulgadas pelas empresas; divulgação junto a investidores sobre as adesões aos níveis e a criação do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC) ¹³. Segue o gráfico 2.1, a fim de ilustrar a evolução do IGC versus o IBovespa e o IBRX 50¹⁴.



Gráfico 2.1 – Evolução do IBovespa x IGC x IBRX50 (base 1000 = 25/06/01)

Fonte: BM&FBovespa – Boletim Empresas, Ano1, n. 7, out 2009

É importante ressaltar que as regras exigidas pelos níveis diferenciados de governança corporativa proporciona um desempenho mais eficiente das ações listadas no IGC quando comparadas com as ações das empresas que não aderiam a esses segmentos da BM&FBovespa. Segundo a BM&FBovespa, as ações das empresas listadas nos N1, N2 ou no

¹³ O IGC é um índice de uma carteira de ações de empresas integrantes dos níveis 1 e 2, e novo mercado, que apresentam bons níveis de governança corporativa.

¹⁴ O Índice BM&FBovespa IBM&FBovespa mede o desempenho de uma carteira teórica composta pelas ações que somadas representam 80 % do volume transacionado a vista nos 12 meses anteriores à formação da carteira. O Índice Brasil 50, IBRX 50 é um índice formado por uma carteira teórica composta por 50 ações com maior liquidez ponderadas pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação.

NM podem beneficiar tanto os investidores, as empresas, o mercado, como o próprio país. As vantagens aos investidores são: melhor precificação das ações das empresas, melhor fiscalização, maior segurança dos direitos societários e assim diminuição do risco. Para as empresas os benefícios são: melhora na imagem institucional, aumento da demanda por ações, valorizando assim suas ações e diminuindo seu custo de capital. No mercado acionário as vantagens referem-se ao aumento de emissões e de liquidez das ações. Por fim, o país ganha empresas mais competitivas e uma economia mais dinâmica conforme visto em BM&FBovespa (2006).

Além dos benefícios proporcionados pela criação dos níveis diferenciados de governança corporativa e novo mercado, outro fato importante a se observar é a evolução destes segmentos na BM&FBovespa. Atualmente, 36.8% das empresas listadas na BM&FBovespa, para negociação em mercado de bolsa, aderem a algum nível de governança. Conforme a tabela 2.1, nota-se o crescimento do número de empresas listadas ou no N1, ou N2 ou NM, principalmente de 2006 para 2007, que registrou um crescimento de aproximadamente 66%¹⁵.

Tabela 2.1: Total das empresas listadas nos níveis N1, N2 e NM, no final de cada período.

Ano	Número de Empresas
2005	65
2006	94
2007	156
2008	160
Outubro de 2009	158

Segundo os dados apresentados pela BM&FBovespa, a adesão ao NM é o principal responsável pelo crescimento dos segmentos de governança corporativa. Isto significa um crescimento do número de empresas que assumem as boas práticas de governança corporativa

¹⁵ Os dados da tabela 2.1 referem-se ao mês de outubro de 2009, e tem como fonte a BM&FBovespa (Boletim Informativo) e está disponível em www.bmfBM&FBovespa.com.br/empresas/boletim_empresas.asp#e2

no Brasil. Neste contexto, surge o questionamento se os compromissos assumidos pela empresa ao aderir a algum segmento de governança corporativa afeta ou não o desempenho operacional da firma. Bhagat e Bolton (2008) encontraram que um bom sistema de governança exerce efeitos positivos no desempenho da firma. Com o objetivo de verificar se existe uma relação entre boas práticas de governança corporativa e desempenho operacional das firmas brasileiras, o atual trabalho implementa um modelo de regressão para o retorno do lucro operacional sobre o ativo total, usando informações coletadas no sistema Econômica.

3. Modelos para estimação do desempenho da firma e *proxy* para variáveis de governança.

3.1 Introdução

Neste capítulo é apresentada toda a metodologia utilizada para avaliar o desempenho das firmas classificadas em diferentes níveis de governança corporativa: Nível 1, Nível 2, e Novo Mercado. Este trabalho apresenta uma análise quantitativa do desempenho das empresas, que está fundamentada em procedimentos estatísticos, na seguinte ordem:

1. Qualidade dos dados: os dados são explorados ao máximo através de descrições estatísticas;
2. Seleção de variáveis: as variáveis são selecionadas de acordo com a literatura sobre desempenho e governança corporativa;
3. Ajuste do modelo: ajuste de um modelo de regressão linear considerando as variáveis selecionadas;
4. Análise de resíduo: verifica se as condições iniciais do modelo são adequadas.

Na primeira etapa, os dados foram coletados utilizando o sistema de informações Económica. Após o tratamento estatístico e análise dos dados, as variáveis selecionadas para investigar a influência sobre o desempenho da empresa são as variáveis de controle, concentração de propriedade e variáveis de governança corporativa.

Desta forma, ajustando-se um modelo de regressão com o método do mínimo quadrado ordinário, este presente trabalho investiga a relação entre desempenho e governança corporativa. As variáveis de governança referem-se a variáveis *dummies* representando a listagem das empresas no segmento de governança da BM&FBovespa. A motivação para o

uso de variáveis *dummies* que identificam os níveis diferenciados de governança corporativa é devido aos padrões exigidos pela BM&FBovespa, que resultam em melhores estruturas de governança corporativa.

3.2 Metodologia

A metodologia utilizada para investigar o desempenho das empresas brasileiras que adotam a prática da boa governança corporativa será baseada em um modelo de regressão linear. O modelo de regressão linear é um método estatístico amplamente utilizado nos estudos econométricos. Eles descrevem a relação entre um conjunto de variáveis regressoras denotadas por uma matriz X com n observações e p variáveis, e uma variável resposta denotada por um vetor Y de n observações, dado por:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i, \quad i = 1, 2, \dots, n \quad (3.1)$$

em que $\beta = (\beta_0 \ \beta_1)^T$ é o vetor de parâmetros de regressão a serem determinados, β_0 representa o intercepto da curva de regressão em Y e β_1 representa o coeficiente angular ou a variação média de Y para um aumento de X , e ε é o vetor de erros aleatórios, que representa um incremento pelo qual Y pode afastar-se da curva de regressão. Esse modelo assume que $\varepsilon_i \sim N(0, I\sigma^2)$, ou seja, são independentes, possuem distribuição normal com média zero e variância constante.

Na equação 3.1 tem-se interesse em estimar o vetor de parâmetros de regressão β , de forma que forneça um valor médio de Y para uma dada observação X . Para isso, utiliza-se o método dos mínimos quadrados ordinários (EMQO), já que este permite encontrar um estimador não viesado de variância mínima (ENVVM):

$$\hat{Y} = \hat{\beta} X \quad (3.2)$$

em que $\hat{Y}$ representa o valor da predição de Y , e $\hat{\beta}$ o parâmetro determinado. Desta forma, pode-se obter o estimador $\hat{\beta}$ fazendo:

$$S = \varepsilon' \varepsilon = (Y - X\beta)' (Y - X\beta) \quad (3.3)$$

em que S é a soma dos quadrados. A idéia é obter $\hat{\beta}$ de forma que quando substituído por β na equação 3.1 forneça o menor valor possível para S :

$$\begin{aligned} \frac{\partial \varepsilon' \varepsilon}{\partial \beta} &= 0 \\ 2X'Y + 2(X'X)\hat{\beta} &= 0 \\ \hat{\beta} &= (X'X)^{-1} X'Y \end{aligned} \quad (3.4)$$

3.3 Desempenho da firma e governança corporativa: especificação do modelo

A temática da governança corporativa, tanto no âmbito nacional como no internacional, tem sido motivo de grande preocupação durante os últimos anos, principalmente no que se refere aos efeitos originados pelo problema de agência. A questão que surge é se: existe uma relação entre as práticas de boa governança corporativa e desempenho operacional da empresa.

No Brasil, esse tema foi estudado por Silveira (2002) e Okimura (2003). Para identificar o desempenho das firmas tanto Silveira (2002) como Okimura (2003) utilizam vários indicadores de desempenho como: o retorno do lucro operacional sobre o ativo total, o lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização sobre o ativo total, e retorno do lucro operacional sobre o patrimônio líquido. Em geral, nos estudos sobre desempenho e governança são utilizadas variáveis de governança corporativa, variáveis de controle, estrutura de propriedade e variáveis *dummies* de setor de atuação para explicar o desempenho operacional das empresas.

Desta forma, a análise do desempenho das empresas brasileiras considerando os níveis diferenciados de governança corporativa foi feita a partir de uma base de dados com informações de 342 firmas listadas na BM&FBovespa durante 2003 e 2008. A equação do desempenho da firma utilizada neste trabalho está baseada na literatura, e sua expressão é dada por:

$$\left(\frac{Lo}{At}\right)_{it} = \omega_t + \beta_1 con + \beta_2 con^2 + \beta_3 \ln(at)_{it} + \beta_4 \left(\frac{D}{At}\right)_{it} + \beta_5 \left(\frac{V}{At}\right)_{it} + \beta_6 gc + \varepsilon_{it} \quad (3.5)$$

$$\begin{aligned} \left(\frac{Lo}{At}\right)_{it} = \omega_t + \beta_1 con + \beta_2 con^2 + \beta_3 \ln(at)_{it} + \beta_4 \left(\frac{D}{At}\right)_{it} + \beta_5 \left(\frac{V}{At}\right)_{it} \\ + \beta_6 n1 + \beta_7 n2 + \beta_8 nm + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3.6)$$

em que,

$i = 1, 2, \dots, 342$ representa a firma;

$t = 1, 2, \dots, 6$ representa o período de 2003 a 2008;

Lo/At é a medida de desempenho da firma: lucro operacional sobre o ativo total;

con é a concentração de votos do maior acionista;

ω_t é o efeito temporal;

$\ln(at)$ é o logaritmo natural do ativo total;

D/At é a razão da dívida sobre o ativo total;

V/At é a razão da receita sobre o ativo total;

gc é uma variável *dummy* que atribui valor 1 se a empresa está listada em algum segmento de governança corporativa da BM&FBovespa, e 0 caso contrário;

$n1$ é uma variável *dummy* que atribui valor 1 se a empresa está listada no Nível 1, e 0 caso contrário;

$n2$ é uma variável *dummy* que atribui valor 1 se a empresa está listada no Nível 2, e 0 caso contrário;

nm é uma variável *dummy* que atribui valor 1 se a empresa está listada no Novo Mercado, e 0 caso contrário;

ε_{it} é o erro.

As variáveis independentes foram escolhidas de acordo com a literatura. As variáveis *dummies* de governança corporativa devem-se ao efeito dos conjuntos de regras e práticas exigidos pela BM&FBovespa sobre o comportamento do desempenho da firma. A variável logaritmo do ativo total é utilizada como uma *proxy* para o tamanho da firma e busca verificar sua influência sobre o desempenho. A variável de concentração de propriedade busca analisar o impacto da concentração das ações com direito a voto no desempenho da empresa. A variável vendas considera o nível de produção da empresa. A variável dívida busca captar se uma maior alavancagem elevaria o desempenho da empresa. A presença de um efeito temporal tem o objetivo de considerar as mudanças macroeconômicas.

Desta forma, o presente trabalho investiga a relação entre desempenho da firma e governança corporativa. Segundo a literatura, espera-se que a boa prática da governança corporativa tenha uma influência positiva sobre o desempenho da firma. A razão para isto é que as condições que as empresas assumem ao aderir ao segmento de governança corporativa são capazes de diminuir os custos de agências o que pode refletir em um desempenho mais eficiente.

4. Análise dos Resultados

4.1 Introdução

O objetivo deste capítulo é avaliar o desempenho operacional das empresas que estejam listadas nos diferentes níveis de governança corporativa. Os parâmetros da equação do desempenho da firma são estimados considerando-se uma regressão linear. O modelo incorpora uma variável *dummy* que representa os segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa, ou seja, N1, N2 e NM. Além disso, utilizou-se também *dummies* para representar cada segmento de governança corporativa, a fim de investigar os efeitos de cada adesão de boas práticas de governança corporativa.

Este capítulo está organizado em quatro seções. A seção 4.2 descreve o banco de dados utilizado nesta pesquisa e a sua fonte. A seção 4.3 apresenta uma análise descritiva das variáveis. A seção 4.4 apresenta os resultados da estimação da equação do desempenho da empresas suas implicações.

4.2 Base de Dados

A base de dados coletada para a análise do desempenho da firma considerando os níveis de governança corporativa refere-se a um conjunto de 342 empresas no período de 2003 a 2008, cuja fonte é o sistema de informações Económica. Nesta base de dados foram excluídas da amostra as firmas que não apresentaram informações em todos os anos, e as empresas financeiras. As informações coletadas para cada empresa foram: ano, setor, ativo

total, patrimônio líquido, lucro bruto, lucro líquido, ativo circulante, imobilizado, passivo circulante, exigível a longo prazo, depreciação, lucro operacional, receita, total de ações possuídas de todos acionistas, total de ações possuídas do maior acionista, total de ações possuídas dos três maiores acionistas. As variáveis utilizadas nesta pesquisa estão resumidas conforme o quadro 4.1.

Quadro 4.1 (a): Variáveis Independentes	
Descrição	Variável
Desempenho da Firma	Lucro Operacional sobre o ativo total
	Retorno sobre o ativo total
Quadro 4.1 (b): Variáveis Dependentes	
Descrição	Variável
Governança Corporativa	Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa.
Estrutura de Propriedade	Total de ações possuídas de todos acionistas
	Total de ações possuídas do maior acionista
	Total de ações possuídas dos três maiores acionistas
Variáveis de Controle	Logaritmo do Ativo total
	Razão da dívida sobre o ativo total
	Razão das vendas sobre o ativo total

Quadro 4.1: Descrição das variáveis.
Fonte: Adaptado de Bhagat e Bolton (2008).

Definiu-se a variável de desempenho da firma como a razão do lucro operacional sobre o ativo total, como nos estudos de Silveira (2002) e Okimura (2003)¹⁶. A variável de concentração de votos foi definida pela proporção das ações possuídas pelo maior acionista com o total de ações possuídas de todos os acionistas. A variável vendas foi definida pela variável receita operacional líquida, e a variável dívida foi obtida pelo exigível a longo prazo.

As variáveis de governança corporativa foram selecionadas com base nos diferentes níveis de governança corporativa. O conjunto de regras e práticas que é exigido às empresas

¹⁶ A variável de desempenho operacional medida pelo retorno sobre o ativo, pode ser encontrada no estudo de Bhagat e Bolton (2008).

pela adesão a um determinado nível de governança corporativa reflete uma melhor estrutura de governança. Como forma de investigar os efeitos da governança corporativa no desempenho da firma, foram utilizadas variáveis binárias (*dummies*). Primeiro foi definido uma variável *dummy* para representar as firmas listadas nos níveis diferenciados de governança, ou seja, atribui valor 1 se a empresa está listada no N1, N2 ou NM, e valor 0 caso contrário. Depois foi definido três variáveis *dummies* para representar cada nível de governança, ou seja, uma variável *dummy* para o N1 atribuindo valor 1 se a empresa está listada no N1, uma variável *dummy* para o N2 atribuindo valor 1 se a empresa está listada no N2, uma variável *dummy* para o NM atribuindo valor 1 se a empresa está listada no NM.

A tabela 4.1 mostra que 30.7% das empresas coletadas estão listadas em algum segmento de governança corporativa da BM&FBovespa. As firmas listadas no novo mercado são a maioria, ou seja, o novo mercado representa mais de 60% das empresas listadas nesses segmentos. O N1 representa 7.31% do total das empresas coletadas, enquanto a participação do N2 é menor, representando apenas 2.63% do total das empresas.

Tabela 4.1: Distribuição das empresas listadas em cada segmento

Segmento	Participação
Nível 1	7.31
Nível 2	2.63
Novo Mercado	20.76
Tradicional	69.30

4.3 Análise Descritiva

Esta seção apresenta os principais os resultados econômicos das estimativas da análise do desempenho da firma. Todos os resultados estão organizados em tabelas. A tabela 4.2

apresenta a evolução média das variáveis de concentração das ações com voto durante o período de 2003 a 2008.

Tabela 4.2: Concentração das ações das empresas listadas na BM&FBovespa

Ano	con_1		con_3	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
2003	0.612	0.286	0.833	0.177
2004	0.611	0.288	0.838	0.170
2005	0.619	0.288	0.841	0.174
2006	0.616	0.294	0.828	0.195
2007	0.591	0.297	0.798	0.210
2008	0.605	0.296	0.807	0.203
Amostra	0.608	0.291	0.823	0.190

A variável con_1 representa a concentração das ações do maior acionista, enquanto con_3 representa a concentração das ações dos três maiores acionistas

Observa-se uma pequena diminuição da concentração dos direitos de voto pelos controladores, tanto para a análise do maior acionista quanto para os três maiores. A média amostral dessas variáveis confirma o fato de que a concentração de propriedade no Brasil tem, de uma forma geral, um característica concentrada. A tabela 4.3 compara a concentração de propriedade para empresas listadas nos níveis diferenciados da BM&FBovespa com as não listadas.

Diferentemente do observado na tabela 4.2 que apresentou pequena diminuição da concentração de votos no decorrer dos anos, a tabela 4.3 apresenta menor concentração, com tendência mais delineada de diminuição da concentração de propriedade para as empresas que aderem aos níveis de governança corporativa ao longo do tempo. No entanto, para as outras empresas o comportamento da concentração de votos foi crescente. Para a variável con_1, a concentração de propriedade das empresas que aderem aos níveis era de 56,3% em 2003, enquanto em 2008 caiu para 45,1%. Para as outras empresas, a concentração subiu de 62,3% em 2003 para 67,4% em 2008. Para a variável con_3, observa-se a mesma tendência. Isto

ocorre porque com a adesão aos níveis diferenciados, as empresas são obrigadas a atender um nível mínimo de ações em *free float*, ganham mais visibilidade nos pregões e aumentam sua liquidez.

Tabela 4.3: Concentração das ações das empresas listadas em cada segmento da BM&FBovespa

Ano	con_1				con_3			
	Aderem aos Níveis		Não aderem aos níveis		Aderem aos Níveis		Não aderem aos níveis	
	Média	D. P.	Média	D. P.	Média	D. P.	Média	D. P.
2003	0.563	0.297	0.623	0.283	0.810	0.188	0.838	0.174
2004	0.554	0.294	0.624	0.286	0.806	0.179	0.845	0.167
2005	0.506	0.291	0.646	0.282	0.766	0.209	0.859	0.160
2006	0.539	0.281	0.640	0.295	0.736	0.230	0.856	0.174
2007	0.458	0.250	0.649	0.297	0.652	0.221	0.862	0.170
2008	0.451	0.243	0.674	0.292	0.650	0.207	0.878	0.156

Na tabela 4.4 observa-se que a variável *ln_at* não apresenta grandes alterações durante os anos. Para alavancagem média nota-se uma tendência de crescimento ao longo do tempo. Já para vendas sobre o ativo nota-se um crescimento somente nos três primeiros anos, após 2005 observa-se uma diminuição no volume de vendas em relação ao ativo total.

Tabela 4.4: Estatística Descritiva das variáveis logaritmo do ativo, dívida pelo ativo e vendas pelo ativos.

Ano	ln_at		debt_at		vendas_at	
	Média	D.P.	Média	D.P.	Média	D.P.
2003	13.751	1.882	0.347	0.364	0.874	0.757
2004	13.756	1.852	0.354	0.401	0.946	0.782
2005	13.785	1.834	0.355	0.430	0.915	0.777
2006	13.648	2.223	0.369	0.507	0.819	0.765
2007	13.902	2.053	0.340	0.424	0.732	0.626
2008	14.115	1.886	0.382	0.481	0.730	0.533

As variáveis *ln_at*, *vendas_at*, *debt_at*, são respectivamente, logaritmo natural do ativo total, vendas sobre o ativo total, e dívida sobre o ativo total.

4.4 Análise de Regressão

A tabela 4.5 apresenta os resultados da estimação dos parâmetros da equação do desempenho da firma correspondente às equações 3.5 e 3.6. A variável de concentração de propriedade não apresentou efeito estatisticamente significativo para explicar o desempenho da firma, deferente da sua forma quadrática, que apresentou sinal positivo e significativo. Para a variável $\ln_at$, nota-se uma influência negativa e estatisticamente significativa nos dois modelos estimados. Isto indica que um aumento no ativo total da empresa não leva, necessariamente a uma melhora do seu desempenho ou que um melhor desempenho não está relacionado ao tamanho da empresa. A influência positiva e significativa da variável vendas evidência que um aumento no volume vendas em relação ao ativo total da empresa provocará um impacto positivo no desempenho operacional da empresa.

A variável dívida, nos dois modelos, é positiva e estatisticamente significativa. O sinal da variável dívida indica a influência positiva que a alavancagem tem sobre o desempenho, ou seja, um aumento no nível de endividamento da firma permitirá a empresa um desempenho mais eficiente. Em geral, a relação positiva entre desempenho e endividamento é esperada devido ao fato da alavancagem das empresas da amostra estar em um patamar baixo. Porém pode-se observar uma influência negativa se observado alto nível de endividamento das empresas, ou seja, a partir de um determinado nível de endividamento esse efeito pode tornar-se negativo devido ao aumento dos custos de falência.

Já para a variável *dummy* de governança corporativa, pode-se observar uma influência positiva e estatisticamente significativa. Desta forma, para a amostra utilizada pode-se notar que empresas que pertencem a qualquer segmento de governança corporativa da

BM&FBovespa durante o período de 2003 a 2008 tiveram um desempenho da firma mais positivo do que as que não aderem.

A segunda coluna da tabela 4.5 diferencia a adesão das empresas para cada segmento de governança. Os resultados indicaram uma influência positiva para a adesão das empresas no N1. Embora as *dummies* de N2 e NM apresentaram sinal positivo, essas variáveis não foram estatisticamente significativas para explicar o desempenho da firma.

Tabela 4.5: Estimação dos parâmetros do desempenho da firma.

Variável dependente: <i>Loat</i>	equação 4.1	equação 4.2
Variáveis Independentes:		
con_1	-0.134 (0.097)	-0.152 (0.097)
quad_con_1	0.156** (0.083)	0.167** (0.083)
ln_at	-0.032*** (0.003)	-0.034*** (0.004)
vendas_at	0.039*** (0.009)	0.038*** (0.009)
debt_at	0.186*** (0.015)	0.183*** (0.015)
d_govcorp	0.029** (0.016)	
d_nivel_1		0.065** (0.024)
d_nivel_2		0.020 (0.041)
d_novo_mercado		0.008 (0.020)
Constante	0.480*** (0.063)	0.509*** (0.060)
R ²	0.155	0.157
σ ²	0.069	0.069
Número de firmas	342	342

^a Os símbolos *, ** e *** significam os níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente. Os valores entre parênteses são os erros padrão.

Cabe ressaltar, as equações 3.5 e 3.6 também foram estimadas substituindo a variável concentração de ações do principal acionista pela variável concentração dos três maiores acionista, não havendo alteração no resultado. Além disso, este estudo também utilizou o retorno sobre o ativo como variável dependente. No entanto, não foi observada nenhuma alteração nos resultados.

Desta forma, a análise do desempenho da firma apresenta evidências de que empresas que aderiram aos níveis diferenciados, principalmente o N1 da BM&FBovespa, apresentaram resultados operacionais com melhor desempenho do que as empresas não listadas. Isto ocorre porque as condições de boa prática de governança corporativa assumidas pelas empresas, refletindo na diminuição dos custos de agência e transparência na divulgação dos resultados, proporcionam um desempenho mais eficiente para as empresas.

4.4.1 Análise de diagnóstico

Tendo em vista os resultados acima, esta seção apresenta uma análise de diagnóstico dos modelos 3.5 e 3.6. Uma questão abordada aqui é o problema da presença da heterocedasticidade, já que a base de dados é constituída por empresas distintas pode-se verificar este problema. Desta forma, utilizou-se o teste de Cook - Weisberg, que confirmou a presença da heterocedasticidade na amostra. A hipótese nula do teste de Cook - Weisberg é de variância constante, ou seja, presença de homocedasticidade. Segue do teste o resultado $\mathbb{M}^2=1625.48$ *Prob.* > 0.0000, ou seja, rejeitando a hipótese nula.

Neste sentido, com relação a metodologia utilizada nas estimações de 3.5 e 3.6, nota-se necessário o uso de medidas que possa corrigir o problema da heterocedasticidade, como

por exemplo a matriz de White (com erro padrão robusto) e o método dos mínimos quadrados generalizados (MQG). O MQG pode ser utilizado, pois este método considera uma matriz peso que é inversamente proporcional a variância da variável dependente, ou seja, transforma os valores observados multiplicando-o por esta matriz peso.

Os resultados da estimação dos modelos 3.5 e 3.6, utilizando-se para a correção do problema da heterocedasticidade a matriz de White e MQG, são apresentados na tabela 4.6. A primeira e a segunda coluna da tabela 4.6 referem-se aos resultados obtidos pela matriz de White, em que não se observa nenhuma alteração nos resultados. Em relação as estimativas do método de MQG, nota-se principalmente diferença quanto à significância das variáveis *dummies* referente à adesão aos segmentos da BM&FBovespa. Enquanto nas estimações anteriores as variáveis de governança corporativa apresentam efeito positivo, porém não significativo, as estimações da terceira e quarta coluna da tabela 4.6 apresentam sinal positivo e estatisticamente significativo dessas variáveis.

Desta forma, ao corrigir o problema da heterocedasticidade, pode-se observar a influência positiva e significativa da adesão das empresas a qualquer segmento de governança corporativa da BM&FBovespa no seu desempenho. Isto mostra que um bom sistema de governança corporativo pode influenciar no desempenho operacional das empresas.

Tabela 4.5: Estimação dos parâmetros utilizando-se matriz de White e MQG.

Variável dependente: <i>Loat</i>		Matriz de White		MQG	
Variáveis Independentes:	equação 4.1	equação 4.2	equação 4.1	equação 4.2	
con_1	-0.134 (0.087)	-0.152* (0.090)	0.038** (0.020)	-0.033 (0.021)	
quad_con_1	0.156 (0.096)	0.167* (0.093)	0.059*** (0.018)	0.054*** (0.018)	
ln_at	-0.032*** (0.011)	-0.034*** (0.011)	-0.017*** (0.001)	0.017*** (0.001)	
vendas_at	0.039** (0.015)	0.038*** (0.015)	0.040*** (0.002)	0.042*** (0.002)	
debt_at	0.186*** (0.037)	0.183*** (0.037)	0.112*** (0.007)	0.111*** (0.007)	
d_govcorp	0.029** (0.016)		0.021*** (0.003)		
d_nivel_1		0.065** (0.025)		0.043*** (0.005)	
d_nivel_2		0.020 (0.017)		0.014*** (0.004)	
d_novo_mercado		0.008 (0.013)		0.007** (0.003)	
Constante	0.480*** (0.153)	0.509*** (0.161)	0.250*** (0.017)	0.257*** (0.018)	
R ²	0.155	0.157	0.149	0.150	
σ^2	0.069	0.069	0.071	0.070	
Número de firmas		342	342		

^a Os símbolos *, ** e *** significam os níveis de significância 10%, 5% e 1%, respectivamente. Os valores entre parênteses são os erros padrão.

5. Conclusão

Este trabalho procurou analisar a relação entre desempenho operacional e governança corporativa de um conjunto de 342 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa no período de 2003 - 2008. Para tanto, este trabalho diferenciou as empresas com ações listadas nos níveis diferenciados - Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado - da BM&FBovespa e listadas no mercado tradicional e de balcão. Como os níveis diferenciados são entendidos como um conjunto de regras e exigências de boa prática de governança corporativa, esse trabalhou buscou, verificar a existência de relação entre o desempenho operacional das empresas e a adesão a cada segmento de governança corporativa.

O desenvolvimento do tema de governança corporativa é de grande importância e recebe atenção por parte dos investidores, dos órgãos regulatórios do mercado e das empresas devido a acontecimentos recentes em que a falta de boas práticas de governança corporativa levaram a uma série de problemas. Os problemas que podem surgir acerca do assunto têm origem na separação entre propriedade e controle, em que as boas práticas de governança corporativa são vistas como forma de amenizar ou solucionar esses problemas. Jensen e Meckling (1976) discutiram os conflitos que advêm da separação entre propriedade e controle, em que é impossível garantir alinhamento total de interesses entre principais e gestores. A principal maneira de buscar esse alinhamento de interesses para minimizar os conflitos de agência são feitos por contratos de incentivo. Para Bhagat e Bolton (2008, p. 260) a governança corporativa “may be interpreted as characteristic of the contract that governs relations between shareholders and managers”.

No Brasil, as práticas de governança corporativa são compostas por uma série de ferramentas que buscam resolver os problemas através de duas linhas de ação: qualidade das informações e extensão de direitos societários. As informações são divulgadas em maior número, maior profundidade para análise, com certificação (SOx¹⁷, por exemplo) atestando a confiabilidade das mesmas e em diferentes línguas e canais de divulgação. Em relação à extensão de direitos societários, o conjunto de práticas estende direitos de *tag along*, garantias de equidade para acionistas e cria câmaras de arbitragem para que se resolvam disputas societárias com imparcialidade e agilidade.

O objetivo da BM&FBovespa ao implementar esse conjunto de regras é o aumento da liquidez e da negociabilidade das ações, e consequentemente a diminuição do risco desses papéis. Entende-se que as divulgações mais transparentes e garantia de direitos criam uma série de eventos também benéficos para o mercado como um todo, como: aumento de ofertas de capital, melhor precificação das ações listadas, aumento da liquidez geral, diminuição dos custos de captação para empresas, em suma, fortalece o mercado acionário como um todo.

Os resultados das estimações apresentados neste trabalho indicam a influência positiva e significativa do volume de vendas e do endividamento, ambos divididos pelo ativo total, no desempenho operacional das empresas. As variáveis *dummies* de adesão aos segmentos de governança corporativa da BM&FBovespa também apresentou impacto positivo sobre o desempenho. As variáveis *dummies* para o N2 e NM apresentaram-se significantes ao corrigir o problema da presença da heterocedasticidade.

O efeito positivo desses segmentos de governança no desempenho da empresa pode ser devido ao conjunto de regras e exigências implementados pela BM&FBovespa. Desta forma, espera-se que a maior transparência nas divulgações das informações dessas empresas aumente a confiança dos investidores e o interesse de negociações. Esse processo reflete um

¹⁷ Sarbanes Oxley – conjunto de leis de demonstrações fiscais nos EUA, aplicado no Brasil por empresas listadas na NYSE via ADR (American Depositary Receipt).

ambiente mais favorável à empresa para captação de recursos, ou seja, realização de investimentos mais lucrativos e otimização das atividades da empresa.

Referências Bibliográficas

- BERLE, A.A.; MEANS, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- BHAGAT, S. e BOLTON, B. (2008). “Corporate governance and firm performance”. *Journal of corporate finance*, 14, 257-273.
- BNDES (2004). Revista do BNDES, V.11, N. 22, P. 103-122, Dezembro 2004, disponível em <http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev2205.pdf>
Acesso em 20 junho de 2009
- BM&FBOVESPA (2006). Regulamento Nível 1, disponível em <http://www.BM&FBovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel1.pdf>.
- BM&FBOVESPA (2006). Regulamento Nível 2, disponível em <http://www.BM&FBovespa.com.br/pdf/RegulamentoNivel2.pdf>.
- BM&FBOVESPA (2006). Regulamento Novo Mercado, disponível em <http://www.BM&FBovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>.
- BROWN, L. D. e CAYLOR, M. L. (2004). “Corporate governance and firm performance”. *Working Paper at Georgia State University*, 2004
- CLEMENTE, E. S. Governança corporativa e questões jurídicas concretas. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais. São Paulo: Lazuli Editora, 2004 (Série Apimec)
- FUDENBERG, D., TIROLE, J. *Harvard Business Review on Corporate Governance*. Harvard: Harvard Business School Press, 2000.

- GLOBO (2008). “Crises Financeiras: as lições da história”. Disponível em http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL269560-9356,00.html. Acesso em 20 de junho de 2009.
- GREENSPAN (2007). “A Era da Turbulência: Aventuras de um novo Mundo”. p. 409-422. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2007.
- HART, O. (1995). *Corporate Governance: some theory and implications*. The Economic Journal, v. 105, n. 430, p. 678-689, mai.
- LA PORTA, R. et al. (2000). *Investor Protection and Corporate Governance*. The Journal of Financial Economics, v. 58, p. 3-27, oct.
- LA PORTA, R. et al. (1998). *Law and Finance*. The Journal of Political Economy, v. 106, n.6, p. 1113-1155, dez.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W. H. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics.
- MALLIN, C. A. (2004) *Corporate Governance*. New York: Oxford University Press.
- OKIMURA, R. T. (2003) “Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil”. Dissertação de Mestrado da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.
- OLIVEIRA, G. H. (2008). “Consolidação do Novo Mercado: Análise dos Custos e Benefícios das boas Práticas de Governança Corporativa”. Dissertação de Mestrado da Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo.
- POUND, J. The promise of the governed corporation. *Harvard Business Review on Corporate Governance*, p. 79-104, 2000.
- SANTAMA, M. H. (2006). “O novo mercado”. Título traduzido do Capítulo integrante da publicação Focus 5 *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate*

- SHLEIFER, A. e VISHNY, R. W. (1997). “A survey of corporate governance”. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- SILVEIRA, A.M. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação (mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.
- SIRQUEIRA, A. B. (2007). “Governança Corporativa e Otimização de Portfolios: a relação entre risco e retorno e boas práticas de governanças”. Dissertação de Mestrado da Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo.
- SMITH, A. (1776). *The Wealth of Nations*. Editado por Edwin Cannan, 1904. Reimpressão de 1976. The University of Chicago press.
- TIROLE, J. (2001). *Corporate Governance*. *Econometrica*, v.69, n.1, p. 1-35, jan.
- VIVES, X. (2000). “Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives”. *Cambridge: Cambridge University Press*.
- Wei, K. C. J e ZHANG, Y. (2008) “Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis”. *Journal of Corporate Finance*, 14, 118–132.