

2

Referencial Teórico

Encontra-se nesta seção o desenvolvimento da revisão de literatura existente a respeito dos estudos mais relevantes sob a perspectiva da análise de dados empíricos e resultados estatísticos envolvendo governança corporativa, risco e desempenho no Brasil e no exterior. Em decorrência, é elaborado um referencial teórico que sustenta a metodologia, a escolha e a forma de mensuração das variáveis e indicadores e os testes que se aplicam com o objetivo de gerar conhecimento sobre o assunto investigado. Alguns importantes conceitos relacionados aos assuntos que são abordados ao longo da pesquisa encontram-se no apêndice 1, em anexo.

Entende-se que a primeira grande questão envolvida na construção de um referencial teórico é a definição de um modelo de análise dos aspectos relacionados à governança que se aproxime de um dos dois paradigmas existentes, conforme evidenciaram Franks e Mayer (1994). Os autores distinguem os sistemas de governança em dois grandes modelos, denominados *insider system*, quando o objetivo assumido é a maximização da riqueza do *shareholder*, e *outsider system*, quando se objetiva atender aos interesses dos *shareholders*.

Observa-se uma convergência dos modelos de governança, mesmo dos modelos germânico e japonês, para um modelo com base nos objetivos dos *shareholders*, conforme mostram as perspectivas de Berglof e Von Thadden (1999), Braendle e Noll (2004) e Lane (2004). Contudo, deve-se ressaltar, assim como fizeram os referidos autores, que os modelos de governança cujos objetivos são os interesses dos *shareholders* sofrem modificações ao serem aplicados em economias emergentes, conforme evidenciaram D'Ório e Knudsen (2002), e, portanto, não são exatamente coincidentes com os modelos de origem anglo-saxã.

Assume-se nesta pesquisa o posicionamento em favor de um modelo com foco nos interesses dos *shareholders*. Alguns dos principais pontos a favor dessa escolha se devem à falta de uma teoria completa dos *stakeholders*, como relata Almeida (2003); à convergência dos modelos com foco nos *stakeholders* para o foco nos interesses dos *shareholders* em conformidade aos estudos de Höpner

(2001), Lane (2004) e Nestor e Thompson (2001); e à possibilidade de se alargarem os focos de interesses do modelo anglo-saxão tradicional, conforme sugerem as diversas características de estruturas de propriedade observadas por La Porta *et al.* (1999).

Constata-se que o 1º, 2º e 3º códigos de governança propostos pelo IBGC e a cartilha de governança disponibilizada pela CVM em 2001 caminham em sintonia com o modelo *shareholder* adotado nos principais mercados de capitais pelo mundo,¹ estabelecendo uma série de adaptações para sua adequação ao modelo jurídico brasileiro e às práticas do mercado de capitais nacional.

Nos últimos anos, apesar dos diferentes focos de estudos possíveis serem relacionados com as práticas de governança, muito se pesquisou no mundo sobre a relação entre governança e o valor das companhias. A esse respeito, podem ser relacionados os estudos de Morck *et al.* (1988) para empresas americanas, Kang *et al.* (1995) para empresas japonesas, Bai *et al.* (2002) para empresas chinesas, Black *et al.* (2006) para firmas coreanas, Klapper e Love (2002) para empresas em mercados emergentes, e Da Silva (2002 e 2004), Leal e Da Silva (2004), Da Silveira (2004) para empresas brasileiras.

Bohren e Odegaard (2004) promoveram uma pesquisa do tipo *survey* em que relacionaram diversos estudos que investigaram essa relação. Evidenciaram uma tipologia para os estudos relacionando governança e desempenho que envolve o sentido da relação de causalidade (governança para valor ou valor para governança), e se essa relação é de sentido único ou duplo. Concluem apontando para a importância dessas questões – endogeneidade, causalidade reversa ou relações espúrias – na escolha e utilização do método, alertando para as limitações decorrentes do método que é aplicado na investigação.

No Brasil, ainda são poucos os que estudaram a relação entre desempenho e governança, como se pode observar em Leal (2004). Assim, Da Silva (2002), em suas recomendações, deixa como alternativa para futuras pesquisas a investigação da relação entre governança e desempenho, este mensurado pelos indicadores retorno dos ativos (*return on assets* – *ROA*) e retorno do acionista

¹Uma comparação entre os modelos de governança e as medidas recentes relacionadas ao assunto em diversos países do mundo pode ser obtida por meio do *Global Corporate Governance Guide 2004: best practices in the boardroom*.

(*return on equity – ROE*). É nesse sentido que caminha a investigação proposta, adicionando como variável dependente a ser estudada a variável risco.

Perseguindo a construção de um referencial teórico bem estruturado, é importante fazer neste ponto do trabalho uma adequada conceituação das variáveis dependentes do estudo (desempenho e risco). Inicia-se com a variável desempenho, cujas relações compõem um dos principais focos de investigação. Nesse sentido evidenciam-se os conceitos e indicadores utilizados.

Desempenho: Representa a dimensão desempenho da empresa a ser mensurada por alguns indicadores contábeis, financeiros e de mercado. Segundo Venkatraman e Ramanujam (1987), o desempenho de uma empresa nas pesquisas deve ser explicitado por mais de uma variável, pois não é claro, segundo esses autores, se as variáveis advindas das demonstrações contábeis e financeiras, dos valores de mercado ou ainda outras medidas subjetivas de *performance* são simplesmente três métodos distintos de se operacionalizar o construto desempenho, ou se esses métodos representam dimensões distintas da *performance* da empresa. Dessa forma, entendem que o construto desempenho seja multidimensional. Esse raciocínio é corroborado por Carneiro *et al.* (2005) em seus estudos de estratégia.

Assim, o desempenho poderá ser mensurado a partir da divulgação das demonstrações financeiras da companhia (DF), de suas informações trimestrais (ITR) ou dos valores de mercado relativos às ações da empresa. São medidas de desempenho o retorno dos acionistas – *return on equity (ROE)*; o retorno operacional – *return on assets (ROA)*; a razão entre valor de mercado das ações e o valor de vendas (receita líquida de vendas) – *market-to-sales ratio (MTS)*; e a razão entre o lucro operacional (*earnings before interest and taxes – EBIT*) e a receita líquida de vendas – *ebit-to-sales ratio (ETS)*.

A utilização do indicador *MTS* ocorreu em função dos resultados obtidos por Black *et al.* (2006). A razão *ETS* foi o mais estável indicador de *performance* ao longo do tempo, conforme evidenciaram Bhagat e Jefferis Jr. (2005). Dessa forma, espera-se que os resultados das relações estatísticas envolvendo esse indicador sejam significativos. Ainda segundo esses autores, os indicadores *ROE* e *ROA* são variáveis bastante relevantes na investigação do impacto da governança no desempenho das empresas. Assim sendo, incluíram-se também esses retornos como indicadores de *performance*.

Quanto ao risco, algumas pesquisas investigaram o impacto da governança no custo do *equity*, como Ashbaugh, Collins e LaFond (2004); no valor e custo de capital, como Zhou (2005) e Chen *et al.* (2004); e no custo do capital de terceiros, como Can-Lau (2001). Portanto, de uma forma ou de outra, todos estudaram as relações entre governança e o risco da empresa percebido pelo mercado. Uma das razões é que, ao se estudar a relação entre governança e o valor da empresa, está se inferindo sobre a queda do risco ou a melhoria do desempenho. Assim, se o valor da empresa é definido, teoricamente, como o total dos fluxos de caixa futuros que a empresa tem condições de gerar, descontados a valor presente pelo custo médio ponderado de capital, então a queda do risco da empresa impacta diretamente no custo médio ponderado de capital e, por conseguinte, no valor. Por outro lado, a melhoria da qualidade da governança praticada pelas empresas gera uma expectativa de melhor desempenho, e isso também deve provocar impactos no valor da companhia.

Nesse ponto, destaca-se a importância de se conceituar a variável risco das empresas, cujas relações compõem o outro principal foco de investigação. Nesse sentido, evidenciam-se os conceitos e indicadores utilizados.

Risco da empresa: Definiu-se o risco da empresa como uma medida relativa à distribuição dos retornos das ações da empresa no mercado, usando-se indicadores calculados a partir da coleta de dados em diversos períodos de tempo (betas, volatilidade e risco idiossincrático) ou a partir de dados coletados em apenas dois períodos de tempo distintos (taxa de desconto do preço das ações ou custo implícito de capital das empresas). Entende-se, segundo Estrada (2000), que o risco pode ser mensurado por diversas variáveis com relativa eficiência, e alguns parâmetros tradicionais – como o beta (β) do Capital Asset Pricing Model – *CAPM* – não se mostram tão bons estimadores de risco em mercados emergentes. Além disso, pode ser estendido para essa variável o mesmo entendimento dado por Venkatraman e Ramanujam (1987) para a variável desempenho, ou seja, os construtos utilizados para representarem o risco podem ser encarados como dimensões distintas da referida variável, em vista de sua perspectiva multidimensional.

Outros motivos para a inclusão de outros estimadores de risco diferentes dos betas das ações das empresas são: a) os betas locais são obtidos regredindo os retornos da ação contra um índice que é concentrado em poucas ações e setores da

economia, podendo resultar em um valor de baixo conteúdo informacional; b) as distribuições de retornos não são simétricas e normais, mas log-normais, por isso a variância não é a melhor medida de risco; c) existe um pequeno número de companhias abertas nos mercados emergentes; e d) os betas obtidos em alguns mercados emergentes são pequenos, não refletindo adequadamente o risco das empresas e gerando custos de capital incompatíveis com os que seriam razoáveis de serem esperados.

Portanto, incluímos nessa relação de variáveis, além do beta local (doravante também designado de betalocal); o beta S&P 500 (doravante também denominado de betasp) da empresa, obtido a partir da regressão dos retornos da ação da companhia contra os retornos do mercado americano medidos pelo índice *Standard & Poor's 500 – S&P 500*; a volatilidade dos retornos das ações (doravante volat); o risco idiosincrático ou residual (doravante idios), cujo indicador pode ser estimado pelo desvio padrão da distribuição da diferença entre os retornos acontecidos e os retornos esperados com o uso do beta local (betalocal) e do beta S&P 500 (betasp) das empresas, em conformidade ao desenvolvido por Derwall e Verwijmeren (2007); e o custo médio ponderado de capital (*weighted average cost of capital – doravante também denominado por wacc*), inserido na pesquisa de modo a servir como uma *proxy* do custo implícito de capital assumido por Ashbaugh *et al.* (2004).

Esse custo implícito de capital, que se assume possível de ser adequadamente mensurado por uma *proxy* do retorno exigido pelo investidor sobre as ações da companhia, pode ser calculado como o wacc da empresa no ano posterior ao que se está inferindo sobre o custo implícito. Esse parâmetro – wacc – substitui o custo implícito utilizado em algumas pesquisas, como é o caso do estudo de Ashbaugh *et al.* (2004). No estudo mencionado, essa variável é calculada utilizando-se previsões de preço da ação da empresa feitas por analistas de mercado e obtendo-se a taxa de desconto que faz com que esse valor futuro se iguale ao valor presente observado no mercado, na época. Utiliza-se o wacc nesta pesquisa devido às dificuldades de se conseguirem *targets* de preço de anos anteriores para as ações da amostra.

O wacc pode ser calculado a partir dos dados da demonstração financeira utilizando-se o modelo de avaliação em um estágio, conforme Damodaran (2002). Para maior transparência, evidencia-se a fórmula de cálculo a seguir.

$$\text{VALOR DA FIRMA} = \text{EQUITY} + \text{DEBT} = \{ [\text{EBIT} \cdot (1 - T) + D - I] \times [1 + (1 - \text{Payout}) \times \text{ROA}] \} / \{ [\text{WACC} - (1 - \text{Payout}) \times \text{ROA}] \} \text{ (fórmula 1)}$$

Em que:

EQUITY – Valor de mercado das ações da empresa;

DEBT – Valor contábil da dívida da empresa;

EBIT – abreviatura da expressão *earnings before interest and taxes*, que representa o resultado operacional gerado pela empresa;

T – taxa de imposto de renda;

D – valor da depreciação incorrida no período;

I – valor do investimento feito pela empresa;

Payout – percentual do lucro que é destinado ao pagamento de dividendos;

ROA – representa o retorno sobre ativos obtido pela empresa e é obtido a partir da divisão do lucro operacional sobre os ativos totais da empresa;

WACC – abreviatura da expressão *weighted average cost of capital*, que significa custo médio ponderado de capital da empresa.

Desenvolvendo a fórmula e explicitando o termo wacc:

$$\text{WACC} = \{ [\text{EBIT} \cdot (1 - T) + D - I / (\text{EQUITY} + \text{DEBT})] * [1 + (1 - \text{Payout}) \times \text{ROA}] \} + [1 + (1 - \text{Payout}) \times \text{ROA}] \text{ (fórmula 2)}$$

Espera-se que os coeficientes relacionados à variável governança indiquem relação estatística significativa quando estiverem inseridos no modelo de estudo da variável risco, da mesma forma que foi obtido por Ashbaugh *et al.* (2004). Verifica-se que essa variável assume sempre a defasagem temporal de um ano à frente do ano pesquisado, e por isso é denotada por wacc t + 1. Além disso, destaca-se que se existiram relações estatisticamente significativas entre governança e wacc, devem existir outros fatores que não somente o risco sistemático para explicar esses retornos, assumidos como a taxa de wacc t + 1 das empresas. Um teste robusto no sentido de se confirmar essa expectativa é o teste de retornos excedentes mostrado *a posteriori*.

Portanto, outra variável dependente também utilizada em um dos testes é o retorno excendente (*rex local* e *rex sp*), cujo indicador é a diferença entre o retorno da ação no mercado e o retorno da renda fixa no mesmo período entre o primeiro terço e o terceiro terço do universo amostral. Da mesma forma que as variáveis anteriores, essa variável é utilizada no sentido de se construírem testes que possam permitir inferências a respeito de possíveis relações envolvendo governança, risco e desempenho.

Na seqüência do estudo procurou-se dar destaque a diversos tópicos relevantes envolvendo governança, risco e desempenho, de modo que ao final dessa revisão fosse possível a construção de um *framework* a ser utilizado na investigação das relações entre essas e outras variáveis que tomam parte nos testes propostos.

2.1

Governança e desempenho

No sentido de se estabelecer uma síntese objetiva da evolução dos estudos envolvendo governança, pode-se relacionar o tema, ao longo do tempo, com: a) a separação entre propriedade (*ownership*) e controle (*control*) nas empresas (Berle e Means (1932), Jensen *et al.* (1997), entre outros); b) os problemas inerentes a uma abordagem contratual (Hart (1995) enfocando a questão dos conflitos de agência (Jensen e Meckling (1976b)); c) o problema da racionalidade limitada (Simon (1997)); d) o comportamento oportunista (Demsetz (1992), Williamson (1975)); e) questões referentes à distribuição de poder (Rajan e Zingales (1998)), das responsabilidades (LLSV (1998)); e, f) mais recentemente, questões que se relacionam a valor e *performance* (Morck *et al.* (1988) e Klapper e Love (2004)).

Portanto, os estudos envolvendo governança, na fase mais atual, se concentraram na busca de uma relação entre essa variável, o desempenho e o valor da companhia. Entre estes podem ser destacados os trabalhos de Bai, Liu, Lu, Song e Zhang (2002), Klapper e Love (2004), Beiner *et al.* (2004), Brown e Caylor (2004), Durnev e Kim (2005), Black, Jam e Kim (2006), no exterior, e Da Silva (2004), Da Silveira (2004), Leal e Da Silva (2005), no Brasil.

Bai *et al.* (2002) utilizaram índice de oito variáveis com 1.004 empresas chinesas e encontraram como resultado que os investidores pagam um prêmio que

varia entre 41 e 67% de acréscimo no valor da ação de empresas com melhores práticas, além de constatarem a relação estatística entre governança e valor.

Klapper e Love (2004) investigaram 374 empresas em 14 países emergentes no sentido de verificar a possível relação entre um índice de governança composto por 57 perguntas objetivas (sim/não) valendo um ponto cada resposta e as variáveis valor e desempenho. Esse índice incluía sete grupos de assuntos: (1) disciplina da gestão; (2) transparência; (3) independência; (4) responsabilidade; (5) boa prestação de contas; (6) equidade; (7) reconhecimento ambiental. Constataram relação entre governança, desempenho e valor, e observaram, ainda, que as práticas de governança são mais importantes em lugares com fraca proteção legal. Além disso, sugeriram a existência de indícios no sentido de que a governança seria uma variável endógena.

Beiner *et al.* (2004) utilizaram um índice com 38 atributos para 109 empresas suíças verificando relação entre governança e valor. Encontraram evidências de causalidade reversa (do valor na governança) ao utilizarem sistemas de equações estruturais com o propósito de evitar os problemas de endogeneidade.

Brown e Caylor (2004) utilizaram um índice com 51 fatores para 2.327 empresas norte-americanas, e por meio de regressões lineares múltiplas identificaram que empresas com melhores práticas são mais rentáveis, são mais bem avaliadas pelo mercado e pagam melhores dividendos. Assim sendo, nesta pesquisa procura-se utilizar as duas metodologias de forma que seja possível se compararem possíveis resultados.

Durnev e Kim (2005) investigaram 859 empresas em 27 países identificando que a qualidade da governança é determinada pelas oportunidades de crescimento, pela necessidade do capital externo e pela concentração da propriedade. Além disso, ratificaram a percepção de Klapper e Love (2002) de que governança e transparência são mais importantes em mercados com baixa proteção legal. Nesta investigação toma-se como medida das oportunidades de crescimento, em conformidade a Durnev e Kim (2005), o nível de investimentos sobre o patrimônio líquido. Assume-se que as oportunidades identificadas como interessantes e prioritárias pela empresa são identificadas e quantificadas pelo nível de investimentos feito pela companhia.

Já Black, Jam e Kim (2006) conseguiram resultados robustos relacionando governança e valor investigando 529 empresas coreanas com índice de 39

perguntas objetivas e de resposta binária. O índice utilizado é considerado exógeno devido ao fato de que algumas exigências legais foram impostas somente a um grupo de empresas abertas coreanas que possuíam maior patrimônio.

Outros estudos estrangeiros poderiam ser incluídos na relação de pesquisas envolvendo governança, desempenho e valor, como os trabalhos de Maher e Andersson (2000), Fürst e Kang (2000), Chen, Chen e Wei (2003), Bohren e Odegaard (2004), que apresentam diferentes perspectivas sobre metodologia, variáveis, desenvolvimento da pesquisa e tipo de investigação.

De uma forma geral, observa-se que em todos os estudos, nacionais ou internacionais, critica-se a falta de uma teoria que possa ser verificada empiricamente. Dessa forma, os estudos sobre governança continuam muito fragmentados, e as evidências empíricas não demonstram sinais claros no sentido de consolidarem uma teoria a respeito do relacionamento das práticas de governança entre si e dos seus efeitos sobre o valor das companhias.

No Brasil, a respeito do relacionamento entre governança, desempenho e valor, podem ser destacadas as pesquisas de Da Silva (2004), Da Silveira (2004) e Leal e Da Silva (2005). Da Silveira (2004) estudou as relações entre estrutura de propriedade e governança concluindo que o desempenho influencia o nível de governança, ao contrário do que se observa em outras pesquisas desenvolvidas em outros mercados. Das variáveis de desempenho utilizadas no estudo a geração bruta de caixa sobre o ativo total apresentou relação estatística significativa entre melhor desempenho e melhores práticas de governança. Além disso, não confirma a hipótese de que o nível de governança mais elevado implica melhor avaliação da empresa (valor) ou maior rentabilidade, definida pelo autor como os indicadores (razões): a) lucro operacional próprio dividido pelo ativo total; b) lucro operacional dividido pelo ativo total; c) LAJIRDA dividido pelo ativo total (lucro antes de juros, imposto de renda, depreciação e amortização dividido pelo ativo total). Evidencia que o desempenho das empresas, mensurado pela geração bruta de caixa sobre o ativo total, impacta a estrutura de propriedade, e que essa estrutura não parece ser determinada de forma endógena por outras variáveis corporativas.

Da Silva (2004) estudou a influência da estrutura de controle e propriedade sobre o valor de mercado, a estrutura de capital e a política de dividendos das companhias abertas nacionais e concluiu que existem sinais pouco significativos

de que a estrutura de controle e de propriedade tem impacto no valor de mercado das empresas. Contudo, constatou que quanto maior a concentração da propriedade (via ações com direito a voto) ou quanto mais concentrado o direito ao fluxo de caixa, por parte do controlador, menor o valor da empresa. Verificou ainda que quanto maior a razão entre os direitos de voto e o direito ao fluxo de caixa, menor o valor das empresas. Observou, também, que empresas com maior concentração de propriedade e empresas com grande separação entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa são muito alavancadas e empresas com grande concentração de direitos ao fluxo de caixa são pouco alavancadas. Da Silva (2004) ainda concluiu que quanto maior a concentração da propriedade, quanto mais concentrado o direito aos fluxos de caixa por parte do controlador e quanto maior a separação entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa, menor o índice de *payout*.

Já Leal e Da Silva (2005) utilizaram 24 questões binárias e objetivas com dados em painel de 1998 a 2002. Confirmaram a existência de relação estatística significativa entre governança e valor. Constataram que a separação do controle dos direitos ao fluxo de caixa destrói valor. Verificaram que os resultados associados às questões de *disclosure* da empresa são mais fortes que os outros aspectos de governança e que existe uma forte concentração da propriedade via estruturas indiretas e a utilização de ações sem direito a voto.

Entre outros estudos recentes, Da Silveira, Barros e Fama (2005) utilizaram índice com 20 questões binárias e objetivas para 154 empresas encontrando relação entre governança e valor e evidências de endogeneidade no índice que avalia as práticas de governança. Leal (2004) desenvolveu uma *survey* de estudos a respeito de pesquisas que buscaram relacionar a melhoria das práticas de governança com o desempenho e o valor das companhias, e todas que mostraram resultados significativos evidenciaram relação positiva entre melhoria de governança e aumento do valor das empresas. Saito e Dutra (2002) constataram que quanto maior o monitoramento interno dos executivos, maior o desempenho da empresa. Aguiar, Corrar e Batistella (2004) não encontraram sinais de que as empresas que entraram nos níveis de governança da Bovespa tenham melhorado preço, quantidade ou volume negociados. Carvalho (2003) e Srour (2002) apresentaram evidências de que as empresas com melhores práticas têm maior valor de mercado e apresentaram menores desvalorizações em

situações de *stress* no mercado. Os resultados dessas pesquisas e de outros trabalhos, como os de Da Silveira (2004) e Leal e Da Silva (2005), servem como parâmetros de comparação com os resultados obtidos nesta pesquisa.

2.2

Governança, risco e custo de *equity*

Um número menor de pesquisas procurou relacionar o exercício de melhores práticas de governança com o risco, se esse total for comparado com o número de pesquisas relacionando governança ao desempenho e valor das empresas. Habib (2006) desenvolveu uma *survey* em que evidencia alguns artigos envolvendo governança e o custo do *equity*, que está estreitamente relacionado a dois indicadores da variável risco, investigada nesta pesquisa. Entre outras pesquisas, pode-se dar destaque aos trabalhos de Gompers, Ishii e Metrick (2003), Chen, Chen e Wei (2004), e Ashbaugh *et al.* (2004), os quais se entende que estejam em sintonia com a linha de pesquisa desenvolvida nesta tese.

Gompers, Ishii e Metrick (2003) encontraram forte relação entre melhor qualidade de governança (definida em um índice composto pelos autores) e o valor das ações. Constataram, ainda, que a baixa proteção aos direitos dos investidores está associada com pequenos lucros, baixo crescimento das vendas e elevados gastos com despesas advindas de financiamentos.

Chen, Chen e Wei (2004) identificaram que práticas de governança relacionadas, ou não, com *disclosure* estão negativamente relacionadas com o custo de capital. Contudo, observaram que em mercados emergentes a diminuição do risco de expropriação dos minoritários é mais significativa para a redução do custo de capital do que a melhoria das práticas de *disclosure*.

Ashbaugh *et al.* (2004) relacionaram a qualidade das informações contábeis com o custo de *equity*. Utilizaram como indicadores da qualidade da informação o valor das provisões feitas nas demonstrações financeiras e um indicador relacionado à transparência dos lucros. Além desses indicadores, utilizam diversas variáveis relacionadas com práticas de governança referentes ao controle dos problemas de agência. Posteriormente ao uso das práticas isoladas como variáveis de estudo das relações entre governança e desempenho e valor,

construíram e utilizaram um índice amplo de governança com essas variáveis relacionando-o ao custo de *equity*. Um dos indicadores do custo de *equity* foi o custo de capital implícito das empresas, obtido com a utilização de projeções do valor esperado da ação em períodos futuros. O segundo indicador foi o beta das empresas, e o terceiro foi o excesso de retorno das ações no mercado. Os autores controlaram o teste para os efeitos de tamanho e *market-to-book value* observados por Fama e French (1993). Encontraram resultados estatisticamente significativos para a relação envolvendo práticas de governança e custo de *equity*, em linha com o que a teoria preconiza, e relação negativa significativa envolvendo o índice amplo e a redução no custo de *equity* e nos betas das empresas.

Cremers e Vinay (2005) investigaram como os mecanismos externos (*takeovers*) e os mecanismos internos (ativismo dos *shareholders*) ligados à governança se relacionam com o retorno de *portfolios* de elevada e baixa governança. Identificaram que o *portfolio* com maior vulnerabilidade aos *takeovers* gera um retorno de 10 a 15% acima do retorno de mercado, quando um investidor institucional tem uma participação significativa no capital da empresa. Por outro lado, empresas com melhores controles internos geram um diferencial de 8% de retorno acima da média do mercado quando essa característica está associada à grande possibilidade de a empresa ser vulnerável a um *takeover*.

Drobetz *et al.* (2003) construíram um índice de governança e o relacionaram com o custo de capital das empresas utilizando o método das regressões lineares múltiplas. Utilizaram como indicadores do custo de capital os retornos de mercado das ações das empresas e as *proxies dividend yield* (dividendo/preço) e a razão preço-lucro (p/l). Para verificar o quanto a governança se relacionou com os retornos de mercado, utilizaram como variável dependente a diferença entre os retornos das empresas de melhor e de pior governança e como variáveis independentes o índice de governança, o prêmio de risco do mercado, a diferença de retornos entre as maiores e as menores empresas e a diferença de retornos entre as empresas de maior e menor *market-to-book values*, em conformidade ao modelo de três fatores de Fama e French (1993). Conseguiram bons resultados para a influência do índice de governança na diferença entre *portfolios* de melhor e pior governança. Em outro teste, verificaram quanto o beta das empresas e o indicador de governança explicavam o retorno das ações também com bons resultados para o coeficiente relacionado ao índice de

governança. Obtiveram bons resultados para o índice de governança ao utilizarem as *proxies* – *dividend yield* e a razão preço-lucro – como variáveis dependentes, controlando o risco e o crescimento do *dividend yield*, este por meio da taxa de crescimento g (segundo o modelo de Gordon). Todos os coeficientes do índice nos testes tinham sinais alinhados com a expectativa inicial e possuíam significância estatística.

Derwall e Verwijmeren (2007) investigaram uma possível relação entre os *ratings* de governança, os retornos das ações no mercado e o custo de *equity*. Os indicadores das variáveis dependentes retromencionadas foram o custo implícito de capital, obtido de maneira similar ao do estudo de Ashbaugh *et al.* (2004); o beta das empresas; e o risco idiossincrático (calculado como o desvio padrão da distribuição da diferença entre retornos de mercado e retornos teóricos mensurados com o auxílio dos betas). O estudo foi controlado para as variáveis relacionadas ao estudo de Fama e French (1993) e o nível de alavancagem contábil. Os resultados evidenciaram que melhores níveis de governança estão associados com menores custos implícitos de *equity*, menores riscos sistemáticos e menores riscos específicos.

2.3

Endogeneidade nos estudos de governança

As pesquisas mais avançadas e atuais relacionadas com governança têm um ponto crítico na questão da endogeneidade. A endogeneidade pode estar presente nos estudos que investigam relações entre práticas isoladas de governança ou mesmo índices amplos de qualidade de governança e variáveis como valor ou desempenho. Esse efeito pode ser advindo de causalidade reversa ou relação espúria e torna possível a distorção dos resultados obtidos com a utilização do método das regressões lineares simples e múltiplas com dados em *cross-sections*.

Vários autores mencionaram o problema da endogeneidade, como Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Kapler e Love (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Black *et al.* (2006), Bebczuk (2005), Chong e López-de-Silanes (2006) e Leal e Da Silva (2005). Quanto a essa questão, Bebczuk (2005), Chong e López-de-Silanes (2006) e Leal e Da Silva (2005) apontam como alternativas para

a solução do problema a utilização de equações simultâneas e o uso de variáveis instrumentais; Chong e López-de-Silanes (2006), o uso de variáveis de controle para as características das firmas (possível fonte de endogeneidade); Kapler e Love (2002), a utilização de variáveis de controle relacionadas com qualidade do sistema legal ou existência de *ADR*; Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), o uso de dados em painel e modelos de efeitos fixos concomitantemente ao uso de variáveis de controle; Black *et al.* (2006), o uso de *dummy* de controle para efeito do tamanho da empresa; e Leal e Da Silva (2005), o uso de variáveis de controle, dados em painel e *dummy* de tamanho das empresas.

A questão de possível endogeneidade envolvendo as relações entre práticas isoladas de governança ou mesmo índices de qualidade de governança e outras variáveis é um ponto relevante estudado na pesquisa. Para se obter segurança nos resultados obtidos nos testes que utilizaram o método das regressões lineares com dados em painel, os mesmos foram confrontados com os resultados obtidos com o uso do método das equações estruturais. Com o objetivo de se utilizar o método de equações estruturais, desenvolveu-se um *framework* envolvendo governança, risco, desempenho e valor.

2.4

Qualidade da governança praticada

Ao longo do tempo, os estudos sobre governança evoluíram da separação entre propriedade e controle, passando para a visão contratual e a ótica dos conflitos de agência envolvendo questões como a racionalidade limitada e o comportamento oportunista dos gerentes, e a distribuição de poder, responsabilidades e *performance*, conforme descreveu Apreda (2000).

Os estudos mais recentes acrescentaram a esse conjunto de assuntos outros tópicos relacionados com governança, entre os quais podem ser destacados: a) a relevância da estrutura de propriedade e controle da companhia; b) o nível de *disclosure* das informações; c) a existência de benefícios privados advindos do controle; d) a qualidade da auditoria; e) a existência de conselho fiscal e comitês; f) a composição do conselho de administração; g) a política de remuneração da empresa; h) a existência de investidor institucional ativista; i) a possibilidade de *tag along* para os minoritários; j) a existência de provisões anti-*takeovers*; k) o

nível de proteção aos direitos dos minoritários; e l) o nível de desenvolvimento do mercado financeiro.

Todo esse arcabouço teórico proporciona um entendimento dos possíveis estágios em que as empresas podem se situar em relação às práticas de governança que utilizam. Enquanto os temas definidos no primeiro parágrafo são mais amplos, os assuntos mencionados no segundo se encontram mais restritos a questões que podem ser utilizadas no sentido de qualificar a governança praticada pela empresa. Dessa forma, entende-se oportuno abordar tais temas ao longo desta seção e usar o conhecimento existente sobre os assuntos de modo a tornar possível a mensuração da qualidade da governança praticada pelas empresas, utilizando-se para isso de um índice amplo de governança a ser construído após a referida revisão.

Assim sendo, ao longo desta seção transcorre-se a respeito dos temas retromencionados e que estão relacionados com a composição do índice de governança ou com as variáveis de estudo (controle ou instrumentais) a serem utilizadas nos testes.

Entende-se que o índice que deve mensurar a qualidade da governança posta em prática pelas empresas possa ser medido a partir das respostas dadas às seguintes perguntas, divididas em subgrupos de assuntos, como se evidencia a seguir:

Questões a serem pesquisadas:

A – Estrutura de propriedade e controle

1. O percentual das ações com direito a voto do controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações da companhia?
2. A percentagem de ações não votantes é menor que 20% do total do capital?
3. A empresa não tem estrutura piramidal de controle ou o controle é direto?
4. Observando o estatuto da companhia, pelo menos uma das afirmativas é verdadeira: a) cada ação vale um voto?; b) as ações preferenciais têm direito de voto em decisões importantes da companhia?

B – Nível de disclosure das informações

5. A companhia tem demonstrações em *us-gaap* ou *ias-gaap*?

6. A companhia não apresenta contrato de mútuo nem utiliza a rubrica lucros acumulados como reserva de lucros sem ter *disclosure* da existência de orçamento de capital como destinação desses recursos?

C – Auditoria e conselho fiscal

7. A auditoria é feita por uma das cinco maiores empresas de auditoria em atividade no Brasil?
8. As informações financeiras trimestrais (os ITRs) da companhia são entregues dentro do prazo e NÃO contêm ressalvas?
9. A sociedade NÃO teve parecer de auditoria com discordância de opinião ou ressalva nas suas demonstrações financeiras (DF)?
10. A empresa tem conselho fiscal permanente?

D – Conselho de administração e política de remuneração

11. Os administradores têm participação nos lucros?
12. A empresa tem mais de 50% de conselheiros independentes, conforme reporta o informativo anual da empresa (IAN)?
13. O conselho tem entre cinco e nove membros?
14. Presidente do conselho NÃO é diretor ou controlador da empresa?
15. A empresa possui qualquer tipo de comitê evidenciado em seus documentos societários ou em seu *website*?
16. O diretor financeiro não é diretor de relações com investidores (DRI)?

E – Relacionamento com Investidores

17. A sociedade tem investidor institucional com mais de 5% do capital da empresa?
18. A empresa NÃO teve problemas com investidores na CVM nos últimos cinco anos, NEM esteve inadimplente na entrega de informações OU teve de refazer suas demonstrações financeiras (DF)?
19. A companhia tem mais de 25% de suas ações em *free-float*?
20. A empresa oferece *tag along* além do exigido pelo dispositivo legal?

Desse modo, inicialmente investigam-se as questões relacionadas à estrutura de propriedade e controle.

2.4.1

Estrutura de propriedade e controle

A respeito do exercício da decisão nas empresas, Berle e Means (1932) construíram arcabouço teórico para o estudo das finanças corporativas descrevendo as grandes corporações com uma estrutura acionária dispersa e que por esse motivo acabavam sendo controladas por seus administradores. Já Coase (1937) discorreu sobre a questão de alternativa entre se produzir em empresas ou adquirir no mercado. Destacou que a alocação de recursos em uma empresa somente se torna viável se os custos de gerenciamento dos recursos na empresa forem menores que os custos de transação. Esses custos de gerenciamento envolvem questões relacionadas ao controle e propriedade e compõem um problema que está intimamente relacionado com as práticas de governança corporativa.

Migrando do processo decisório para a questão do relacionamento entre os executivos e os administradores, Alchian e Demsetz (1972) abordaram a importância do trabalho em equipe para aumentar a eficiência, em presença de um ambiente organizado, e como solução para as interdependências dos indivíduos. Contudo, segundo os autores, o trabalho de equipe não permite fácil mensuração dos trabalhos individuais, o que pode fazer com que alguns indivíduos se comportem de maneira oportunista. Assim, somente um sistema organizacional com incentivos eficazes pode reduzir esse tipo de comportamento, o que inclui o pagamento de compensações gerenciais pela supervisão, o monitoramento dos trabalhadores e a remuneração através do lucro para os acionistas.

Por outro lado, Williamson (1975) evidenciou a necessidade de que o controle dos ativos de uma empresa deva ser feito por um único proprietário de maneira a reduzir o escopo e o impacto do comportamento oportunista nas atividades empresariais. Também a respeito do controle, Fama e Jensen (1983) qualificaram a companhia como umnexo de contratos escritos e não escritos que regulam o processo de decisão, definem a estrutura de controle e em consequência dão contornos a possíveis conflitos de interesses.

Jensen e Meckling (1976b) ainda evidenciaram que na prática os *shareholders* delegam seus direitos de propriedade para o *board of directors* (no Brasil a correspondência é feita com o conselho de administração). Estes, por

terem incentivos diferentes dos acionistas, podem destruir parte do valor da companhia, a menos que sejam devidamente monitorados e eficazmente incentivados. Daí surge o conceito do conflito de agência, que ganha papel principal nas pesquisas mais atuais relacionadas com o tema governança corporativa. Ainda sobre a questão das estruturas de controle e propriedade, Jensen e Meckling (1976a) desenvolveram um *framework* integrando os elementos das teorias da agência, dos direitos de propriedade e financeira. Sob essa perspectiva conceitual podem existir efeitos financeiros significativos originados a partir dos conflitos de agência e dos conflitos relacionados com o controle e a propriedade. Esse entendimento conceitual foi utilizado para sedimentar a forma basilar como se entende a questão relacionando governança, desempenho e risco nesta pesquisa. Portanto, a expectativa nesta pesquisa é a de se confirmar que a melhoria de práticas de governança diminui a possibilidade de ocorrerem conflitos como os descritos anteriormente. Além disso, entende-se que melhor qualidade de governança esteja associada ao aumento da eficiência da organização e, por conseguinte, a uma melhor percepção da empresa pelo mercado, no que diz respeito ao seu risco e valor.

Pesquisas relacionando governança e estrutura de propriedade concentraram seu foco no ambiente corporativo norte-americano sob a perspectiva do conflito entre agente (administrador) e principal (acionista) e sobre a divisão entre *ownership* (poder) e *control* (controle). Nesse modelo de governança em que a propriedade é bem dispersa e existe um mercado de capitais completamente desenvolvido, o monitoramento dos administradores é feito pelos investidores minoritários ativistas (em geral investidores institucionais) e pelos conselheiros, conforme evidenciou Da Silva (2004).

Permanecendo na questão da propriedade, outras pesquisas, como as de Demsetz (1983), Demsetz e Lehn (1985), Shleifer e Vishny (1986) e Morck, Shleifer e Vishny (1988), verificaram que mesmo nos EUA existe uma tendência de concentração de propriedade. Kang e Shivdasani (1995) e Yafeh e Yosha (1996) mostraram que os acionistas que concentravam a propriedade nos EUA eram ativos na cobrança de boas práticas de governança corporativa por parte da empresa. Holderness e Sheehan (1988) evidenciaram que muitas companhias abertas americanas têm uma maioria bem definida entre o total de seus acionistas. Contudo, Claessens *et al.* (2002) concluíram que a concentração das estruturas de

propriedade é maior fora dos EUA, o que determina maiores relações entre essas estruturas e o valor das empresas, enquanto Himmelberg, Hubbard e Love (2002) identificaram relação entre o aumento da concentração e o aumento do custo de capital.

Investigações sobre a estrutura de propriedade, como a de La Porta *et al.* (1997), em empresas de vários países e entre os diversos países da *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)*; a de Franks e Mayer (1994) e Gorton e Schmid (1996), em empresas da Alemanha; a de Prowse (1992) e Berglof e Perroti (1994), em empresas do Japão; e a de Barca (1995), em empresas da Itália, comprovam que o paradigma de Berle e Means (1932) relacionado com sistemas de propriedade difusos somente seria válido para corporações dos EUA e da Grã-Bretanha.

Maher e Andersson (2000) discutiram os conceitos, vantagens e desvantagens dos sistemas existentes nos países-membros da *OECD*. Denis e McConnell (2003) também fizeram uma comparação entre os sistemas ressaltando a importância da eficiência do sistema legal e sua influência para a eficácia do sistema de governança.

A respeito das estruturas de propriedade e controle, Da Silva (2004) evidenciou que em países da Europa continental, no Japão e na Alemanha encontram-se empresas com estruturas de controle piramidais ou com participações cruzadas entre empresas. Além disso, encontram-se bancos com forte atuação na vida societária das empresas, em um contexto de um mercado de capitais menos líquido e desenvolvido, e investidores institucionais menos ativos na questão de monitoramento, que é fortemente exercida pelos bancos. Assim sendo, as empresas apresentam um sistema de governança diferente do modelo anglo-saxão e têm como característica possuírem elevada alavancagem financeira.

La Porta *et al.* (1998) evidenciou que, fora dos EUA, e particularmente em países com baixa proteção aos direitos dos investidores, mesmo grandes corporações têm elevada concentração de controle (pelo Estado, família, fundador ou remanescente). Verificaram, ainda, que a estrutura desse controle em geral é piramidal (acionistas controlam e administram), e que o conflito entre acionistas controladores e minoritários é o foco dos problemas a serem resolvidos nos mercados emergentes. La Porta *et al.* (1997) relataram ainda que a estrutura piramidal impede a solução de problemas relativos à expropriação do fluxo de

caixa dos minoritários. Além disso, as estruturas piramidais facilitam a alocação de um grande número de diretores e conselheiros por parte dos controladores.

Berglöf e Von Thadden (1999) entenderam que o maior foco de preocupação nos mercados emergentes devia ser o de minimizar os problemas dos investidores estrangeiros, pois, segundo esses autores, estes são mais importantes do que os minoritários locais no processo de desenvolvimento do seu mercado de capitais.

Também a respeito do grau de concentração de propriedade, os estudos de Cho (1998), Himmelberg *et al.* (1999) e Demsetz e Villalonga (2001) evidenciaram que não existe relação causal entre concentração da estrutura de propriedade e valor, mencionando que a concentração é uma variável endógena da empresa gerada em função de suas características.

No Brasil, ainda a respeito da estrutura de propriedade e controle das companhias abertas nacionais, Valadares e Leal (2000), Leal *et al.* (2002) e Da Silva e Leal (2003) verificaram um elevado grau de concentração das ações ordinárias, um elevado percentual de ações preferenciais e muitas estruturas piramidais. Já Schorrenberg e Procianny (2004) analisaram a influência da estrutura de controle sobre as decisões a respeito da estrutura de capital verificando que o impacto não é significativo e que as companhias com maior concentração na estrutura de controle tendem a apresentar aversão ao endividamento e risco financeiro.

A respeito da composição da estrutura de propriedade, Siffert Filho (1998) investigou as mudanças no controle societário das cem maiores empresas não financeiras brasileiras entre 1990 e 1997, constatando que aumentou a participação de investidores institucionais, diminuiu o controle estatal e aumentou a participação do capital estrangeiro, ratificando a importância do investidor estrangeiro. Da Silva e Leal (2003) investigaram a relação entre direito de voto, direitos ao fluxo de caixa e valor das empresas, e encontraram relação não linear e negativa entre concentração e valor de mercado e relação negativa entre pagamento de dividendos e concentração de direitos de voto.

Da Silveira, Lanzana, Barros e Fama (2004) investigaram a relação entre a diferença do direito de controle e do direito ao fluxo de caixa e o valor das empresas, e encontraram resultados que sugerem que a adoção da política de “uma ação – um voto” pode maximizar o valor das empresas.

Okimura, Da Silveira e Rocha (2005) investigaram uma possível relação entre a estrutura de propriedade e controle com o valor e desempenho das empresas, e encontraram impacto quadrático e negativo entre concentração de votos e valor, impacto linear negativo entre excesso de direitos de voto e valor e alguma evidência estatisticamente não significativa de endogeneidade da estrutura de propriedade.

Da Silveira, Barros e Silveira (2004) investigaram as causas da concentração de propriedade das ações ordinárias nas companhias brasileiras, e não encontraram evidências de fatores exógenos à estrutura de propriedade da empresa que possam ter influenciado essa concentração.

Estão relacionados com a estrutura de propriedade e controle os quesitos destacados no grupo A do índice. A primeira questão incluída nesse grupo diz respeito à existência, ou não, de excesso de direitos de voto na companhia, como propuseram Da Silva e Leal (2003), Black *et al.* (2006) na composição de seu índice de governança e Da Silva (2004) e Okimura *et al.* (2005) em seus trabalhos não utilizando índice. Todos encontraram relação negativa entre o excesso de direito de votos e o valor. A esse respeito, o primeiro e o segundo quesitos do índice de governança relacionam-se, respectivamente, à concentração da quantidade de ações com direito a voto por parte dos controladores e à existência de um menor percentual de ações sem poder de voto.

Outro aspecto que compõe esse grupo é a existência, ou não, de estrutura piramidal no controle societário da empresa, que foi um dos focos principais de estudo de Da Silva (2002), Da Silva (2004) e Da Silva e Leal (2004). Tais estruturas, segundo La Porta *et al.* (1998), se transformam em instrumento de difusão da propriedade dos controladores e se relacionam com o grau de endividamento e risco financeiro da empresa, conforme Schorrenberger e Procianny (2004), ou o valor e o pagamento de dividendos, como verificam Da Silva e Leal (2004).

O último quesito relacionado a esse grupo se refere ao exercício do direito de voto. Em relação ao tema, La Porta *et al.* (1998) destacaram que o problema principal nos mercados emergentes é o conflito entre controladores e minoritários. As pesquisas de Da Silveira *et al.* (2004) e Okimura *et al.* (2004) relacionam o grau de concentração do poder de voto e o valor das empresas, e Valadares e Leal (2000), Leal *et al.* (2002), Da Silva e Leal (2003) e Leal e Da Silva (2005)

constatarem elevado grau de concentração das ações com direito a voto nas companhias abertas nacionais. Nesse sentido, assume-se nesta pesquisa que a possibilidade de existirem somente ações com direito a voto, ou as ações preferenciais terem esse direito em decisões importantes, caracteriza um aspecto positivo da governança das empresas que implantam essas práticas.

Quanto à questão da endogeneidade, Himmleberg *et al.* (1999) tratam a concentração de propriedade como variável endógena à governança, enquanto Da Silveira, Barros e Fama (2004) sugerem que as variáveis de concentração de propriedade não parecem ser determinadas de maneira endógena no Brasil. Assume-se, inicialmente, que não existe endogeneidade nas questões relacionadas a esse subgrupo. Contudo, desenvolve-se um modelo de estudo por meio de equações estruturais que admita a relação de causalidade em sentido duplo entre o índice, o desempenho e o risco da companhia.

2.4.2

Nível de *disclosure* das informações e benefícios privados do controle

Chen, Chen e Wei (2004) identificaram relação negativa entre a qualidade do *disclosure* promovido pelas empresas e o custo de seu capital. Ashbaugh *et al.* (2004) utilizaram indicadores relacionados à qualidade das informações e à transparência dos lucros e identificaram relação positiva entre maior qualidade da informação e maior *disclosure* com menores custos de *equity* e menores betas.

No item B do índice de governança são enfocadas questões relacionadas à elaboração das demonstrações financeiras. A respeito desse assunto entende-se que o fato de a empresa apresentar suas demonstrações em outro padrão contábil (*us-gaap* ou *ias-gaap*) denota maior investimento na qualidade das demonstrações, conforme também evidenciaram Leal (2004) e Da Silveira (2004).

Com respeito aos benefícios privados de controle, Johnson *et al.* (2000) os relacionam com o *tunneling*,² e Bebchuk *et al.* (2000) os associam com as operações em que a empresa é utilizada como instrumento para o benefício

²O *tunneling* é uma forma encontrada por alguns controladores de expropriarem os minoritários por meio de transferência de recursos e resultados para outra empresa por meio de operações com preços fora das condições de mercado.

próprio dos controladores. Isso ocorre em diversas situações, como as relacionadas com: a) decisões de alguns tipos de investimentos; b) indefinição de política de longo prazo de pagamento de dividendos; c) realização de operações com ações da empresa no mercado fazendo uso de informação privilegiada; d) utilização de preços de transferência em operações entre empresas do mesmo grupo com prejuízos para os minoritários da companhia aberta pertencente ao conjunto de empresas.

Dyck e Zingales (2004) mensuraram os benefícios privados de controle utilizando o preço das ações do controlador e as ações envolvidas na venda de controle. Já Nenova (2007) e Doidge *et al.* (2005) se utilizaram da diferença de preços entre ações com direito de voto e sem direito. Ambos os estudos têm em comum a evidenciação de que os benefícios privados de controle no Brasil ficaram bem acima da média dos diversos países componentes da amostras. Nas pesquisas mencionadas, os resultados do Brasil ficaram entre os cinco piores. Os benefícios privados para os controladores se situaram entre 23,19% e 65,5% acima do preço de mercado para as ações do bloco de controle, nos períodos analisados.

Stulz (1999) e Coffee (1999) argumentaram que os controladores podem se comprometer a não extraírem benefícios privados para conseguirem recursos externos, e para isso a opção seria listar suas ações em bolsas de mercados desenvolvidos, com maiores exigências legais e transparência. Nesse sentido, Doidge, Karolyi e Stulz (2004) obtiveram evidências de que empresas com *ADR* têm maiores *Tobin's Q* que as demais empresas do mesmo país. Além disso, Doidge *et al.* (2005) demonstraram que as empresas estrangeiras listadas nos EUA têm menores prêmios de controle que as demais do seu país de origem.

A esse respeito inclui-se como quesito diferenciador da governança das empresas a existência de contratos de mútuo ou ainda a utilização da rubrica contábil relativa aos lucros e prejuízos acumulados como reserva de lucros, em desacordo com a lei societária brasileira.

Tais práticas podem imputar alguns tipos de prejuízos aos minoritários. Os contratos de mútuo: a) podem ter taxas de empréstimo diferentes das praticadas no mercado e por isso prejudiciais aos minoritários da empresa que empresta os recursos; b) trazem consigo uma redução muito grande do nível de cobrança do empréstimo; c) podem prejudicar a administração do capital de giro da companhia

aberta em benefício de empresa do grupo que não é aberta; d) diminuem as possibilidades de pagamento de dividendos em vista de eventual diminuição de capital de giro disponível; e) diminuem a possibilidade de obtenção de ganhos em operações de curto prazo pela companhia aberta, que em geral é quem empresta os recursos.

Por outro lado, a utilização da conta de lucros acumulados como reserva de lucros possibilita: a) o aumento de capital disponível para aplicações financeiras, que diminuem a pressão por maiores lucros sobre o administrador e, por conseguinte, sua eficiência; e b) a diminuição do montante de dividendos disponíveis para os minoritários.

2.4.3

Auditoria e conselho fiscal

Outras questões relevantes para a avaliação das práticas de governança das empresas dizem respeito à auditoria das informações financeiras e se encontram incluídas no grupo C do índice amplo de governança. Entende-se, nesse sentido, que o maior monitoramento dos executivos pode aumentar o desempenho da empresa, conforme evidenciaram Saito e Dutra (2002).

Inclui-se, como quesito desse item, o fato de a empresa contar com a revisão de uma das cinco maiores auditorias como fator de melhor governança, pois estas, em geral, possuem maior *expertise* e maior porte econômico, podendo ser mais independentes do que as menores, pelo menos em teoria, o que se encontra em conformidade com Arce e Robles (2005) e Black *et al.* (2006). A inserção da quinta auditoria, de origem brasileira, em meio às quatro multinacionais se deveu ao fato de ela ter mais clientes, no segundo semestre de 2006, que duas das multinacionais, o que mostra sua força relativa. Isso deve permitir que essa empresa tenha independência em termos comparáveis aos das multinacionais, pelo menos em vista dos dados colhidos no Brasil.

Entende-se que outra prática de governança a ser assumida como possível diferenciadora da qualidade da governança aplicada pelas empresas é a observância dos prazos de entrega das informações trimestrais e a inexistência de ressalvas, por parte dos auditores. A respeito do prazo de entrega, Terra e Lima (2006) constataram que o respeito aos prazos regulamentares é positivamente

recebido pelo mercado, tendo identificado que empresas pontuais tinham um retorno anormal positivo, e empresas que atrasaram a entrega apresentaram retornos anormais negativos nos períodos investigados. Entende-se que a valorização da qualidade da informação contábil e o cumprimento dos prazos melhoram o controle sobre possíveis fraudes e permitem que a informação esteja disponível no momento certo e com qualidade, inibindo assim especulações que podem distorcer o preço das ações da empresa. Também se incluiu a questão relativa à existência de ressalva ou discordância de opinião nas demonstrações financeiras, como evidencia Leal (2004), pois esse pode ser um sinal de que existem problemas internos de contabilização cuja solução de escrituração contábil proposta pela companhia não atende aos melhores padrões contábeis existentes.

Outro quesito referente à qualidade de governança praticada é a existência de conselhos fiscais permanentes nas companhias abertas brasileiras como uma medida no sentido de aumentar os controles internos. Isso acontece em linha com as exigências de melhoria dos controles internos promovida pela Lei *Sarbanes-Oxley* para as empresas com valores negociados no mercado norte-americano. Assim, foi incluída como boa prática de governança a existência de um conselho fiscal permanente, conforme observou Lameira *et al.* (2005).

2.4.4

Conselho de administração e política de remuneração dos executivos

A composição e atuação do conselho de administração é uma questão central de todos os estudos relacionados com medidas amplas de governança. Assim, destacaram-se os estudos relativos às características dos conselhos, ao relacionamento da governança com as decisões corporativas e ao efeito desta no valor e risco das empresas. Por outro lado e com relevância, também existiram pesquisas relacionando os sistemas de remuneração dos executivos com o desempenho das companhias.

Quanto às características dos conselhos, Hermalin e Weisbach (2003) elaboraram um estudo em que sintetizaram os principais resultados encontrados para o mercado norte-americano. Constataram que o mercado recebeu bem a

indicação de conselheiros independentes; que as mudanças no conselho estavam associadas a um fraco desempenho, à mudança de *Chief Executive Officers (CEO)* ou a mudanças na estrutura de propriedade; que quanto maior o conselho pior o desempenho e a qualidade das decisões; e que a independência do conselho é uma variável endógena que depende do poder do *CEO* e de seu desempenho e tempo no cargo.

No Brasil, Leal e Oliveira (2002) investigaram as principais características dos conselhos no País e verificaram que os comitês são ineficazes, que os procedimentos de reuniões são informais e que não existem processos de avaliação desses conselheiros. Saito e Dutra (2002) investigaram a composição e práticas dos conselhos e verificaram que são amplamente dominados por representantes dos controladores, e que poucos conselheiros eram, de fato, independentes. Da Silveira, Barros e Fama (2003) analisaram o impacto do tamanho, composição e separação dos cargos de *CEO/Chairman* sobre o valor das empresas e verificaram que quando existem pessoas distintas ocupando os cargos as empresas são mais valorizadas. Identificaram também relação quadrática negativa entre tamanho do conselho e rentabilidade.

No tocante à questão da política de incentivos, Murphy (1999) e Core *et al.* (2002) resumiram os principais resultados envolvendo a remuneração desses agentes nos EUA. Verificaram que o pagamento aumentou em função do desempenho das empresas; que a forma de remuneração é através de ações ou opções de ações; e que a remuneração por meio de opções de ações foi a mais utilizada até aquele momento. Bebchuk e Grinstein (2005) evidenciaram que o aumento da remuneração dos executivos, no período de 1993 a 2003, cresceu mais que o aumento do tamanho ou rentabilidade das empresas; que o crescimento da remuneração foi generalizado para todos os setores e tamanhos de empresas; e que o aumento da remuneração variável não ocorreu concomitantemente com a queda da remuneração fixa dos executivos.

O grupo D diz respeito aos aspectos referentes à composição, atuação e política de incentivos relacionada ao conselho de administração. Verifica-se no quadro 2 do grupo 2 do IAN, referente às informações sobre as administrações das companhias abertas, que os dados sobre remuneração dos executivos ainda não são transparentes ao público. Em relação ao tema, no Brasil, Rodrigues (2006) evidenciou que a remuneração variável é a política de remuneração de executivos

mais utilizada. Funchal e Terra (2006) não encontraram relações estatísticas significativas entre a remuneração dos executivos e o desempenho financeiro das empresas ou a estrutura de governança corporativa existente, enquanto Camargos e Helal (2007) encontraram relação estatística significativa entre remuneração executiva e desempenho e entre remuneração executiva e experiência e idade dos conselheiros. Assume-se nesta pesquisa que as evidências de artigos do exterior e nacionais apontam no sentido de se poder considerar relevante a diferenciação de empresas que possuam participação nos lucros para os administradores devido ao desempenho alcançado. As informações referentes à participação dos administradores no lucro da empresa estão disponibilizadas nos quadros 1 e 2 do grupo 7 do IAN. Esse quesito também foi utilizado por Black *et al.* (2006).

O tamanho do conselho, se composto por um número entre cinco e nove membros é um aspecto levantado por Da Silveira (2002), que identifica relação ótima entre tamanho do conselho e valor nesse intervalo de valores. Em estudo posterior, Da Silveira *et al.* (2003) verificaram relação quadrática negativa entre o tamanho do conselho e o desempenho. Assim, foi incluída como um dos indicadores do índice de governança a questão referente à composição do conselho com um número total entre cinco e nove membros. Contudo, inseriu-se também uma variável de estudo mensurada pelo logaritmo do tamanho do conselho, conforme Lameira *et al.* (2005), para se testar se o tamanho ótimo pode não estar limitado ao intervalo de cinco a nove membros.

Outro aspecto ainda relacionado com o conselho é a verificação do grau de independência dos conselheiros. Nos Estados Unidos, para ser considerado independente, o conselheiro deve atender a uma série de pré-requisitos legais e societários. No Brasil, a questão da independência é medida de uma maneira mais flexível, bastando que o conselheiro não esteja ligado diretamente ao controlador ou grupo de controle, mesmo tendo sido indicado por estes. Nesse sentido, conforme Da Silveira (2004), deve-se investigar o grau de independência do conselho, ou seja, se este é composto por mais de 50% de membros não relacionados (por parentesco ou relações de negócios) com o controlador. A esse respeito Hermalin e Weisbach (2003) já haviam verificado no mercado americano que o maior número de conselheiros independentes está relacionado com o maior valor da companhia. Morck (2004), ainda a esse respeito, destaca a necessidade de independência dos conselheiros como forma de controlar os atos dos *CEO*.

Outro quesito relativo a esse tema se refere ao fato de o presidente do conselho ser o controlador ou o *CEO* da empresa em conformidade às pesquisas de Da Silveira *et al.* (2003), Leal (2004), Da Silveira (2004), Black *et al.* (2006) e Lameira *et al.* (2005). Tal característica está incluída no conjunto de práticas que diferenciam a governança praticada pelas empresas. Pontua-se, também, como boa prática de governança, a separação entre os cargos de diretor financeiro e diretor de relações com investidores (DRI), conforme Lameira *et al.* (2005). Entende-se que um diretor com funções específicas de relacionamento com investidores pode promover uma percepção mais acurada do valor da ação da empresa no mercado, e isso pode aumentar o valor e diminuir o risco percebido pelo mercado. Por último, entende-se que a inserção da possibilidade de se criarem comitês, ou mesmo a disposição nesse sentido incluída no estatuto social, denota um compromisso de busca de maior controle da gestão corporativa, o que é inserido como quesito diferenciador da qualidade de governança, em conformidade a Black *et al.* (2006).

2.4.5

Relacionamento com investidores

Outro conjunto de características importante na avaliação da qualidade da governança praticada diz respeito ao relacionamento entre empresa e investidores e se encontra no grupo E do índice amplo de governança. Nesse conjunto assumiu-se, em conformidade a Pozen (1994), que a existência de acionistas ativistas (em geral os institucionais são os investidores que têm essa conduta) impõe maior controle sobre a administração. Assim, entende-se que se deva incluir como quesito diferenciador da qualidade da governança da empresa a existência de um investidor institucional com participação acima de 5% no capital social da empresa, de forma que se possa admitir que a sua atuação seja a de um agente ativo no controle das operações societárias, conforme evidencia Da Silveira (2004) e constatarem Cremers e Vinay (2005). Essa característica parece se revestir de caráter endógeno, pois a participação do investidor institucional deve ocorrer em vista do melhor desempenho da empresa.

Entende-se que políticas de *tag along*, nível de proteção dos direitos dos minoritários e nível de desenvolvimento do mercado financeiro estão inseridos no

conjunto amplo de relações envolvendo o mercado, a empresa e os investidores. Além disso, assume-se nesta pesquisa que a existência de: a) *tag along*; b) evidências de bons antecedentes societários (sem problemas com a CVM ou investidores); c) preocupação por uma constante liquidez nos negócios envolvendo as ações das empresas sejam fatores que as diferenciem em termos de política de governança. Tais assuntos se encontram evidenciados a seguir.

2.4.5.1

Tag along e provisões anti-takeovers

A respeito das provisões anti-*takeovers* e do relacionamento dessas práticas com o desempenho das empresas no mercado norte-americano, Brown e Caylor (2004) sugeriram que as disposições estatutárias e provisões anti-*takeovers* se tornaram um importante mecanismo de governança com impacto direto no valor dessas companhias. Por um lado, as disposições estatutárias anti-*takeovers* estão associadas a empresas com pior desempenho em parte devido à maior estabilidade dos seus administradores, conforme Jensen (1988). Por outro lado, as provisões correspondem a recursos não alocados à produção por parte das companhias, o que impõe uma perda de eficiência financeira, como evidenciaram Brown e Caylor (2004).

Não existem pesquisas a respeito de *takeovers* em diversos mercados emergentes devido à exigüidade de eventos dessa natureza. No Brasil, poucas foram as tentativas de *takeovers* ocorridos ao longo dos últimos anos (podemos citar os casos da Ambev, Belgo Mineira e Perdigão). Um dos principais motivos é a existência de um dispositivo legal de *tag along* para beneficiar os acionistas minoritários em caso de venda do controle societário da companhia. O dispositivo legal relativo ao *tag along* para os minoritários ordinaristas dá a estes o direito de receberem 80% do valor de venda do controle. Tal dispositivo não estipula qualquer vinculação desse valor de venda para os acionistas minoritários detentores de ações preferenciais. Nos NDGC, o *tag along* pode passar a ser de 100% para os ordinaristas e de 80% para os preferencialistas. Outro motivo inibidor de *takeovers* é a existência de disposições estatutárias contrárias ao evento, conhecidas como *poison pills*. Tais condições evidenciam obrigatoriedades, como a de elevar o valor do patrimônio líquido logo em seguida

à tomada de controle ou a de aumentar significativamente o nível de endividamento, entre outras possibilidades. Encontram-se exemplos dessa prática em um seleto grupo de empresas brasileiras com propriedade difusa.

Em mercados emergentes como o brasileiro os prêmios pagos pelo controle podem ser elevados, e a existência do *tag along* estende ao minoritário a possibilidade de receber parte desse prêmio a ser pago pelo novo controlador. Assim, entende-se que a existência do *tag along* maior que o exigido pela lei corporativa diferencia as companhias em termos de governança. Assume-se que essa característica pode estar associada positivamente com melhor desempenho e melhor percepção do risco da empresa pelo mercado.

2.4.5.2

Proteção dos direitos dos minoritários

Uma linha de pesquisa sobre governança investigou o impacto dos sistemas legais sobre a estrutura e eficácia da governança em diferentes países. Os principais estudos versaram sobre sistema legal, proteção ao investidor, decisões empresariais e como estas se relacionam com o valor das empresas. Outras pesquisas investigaram o desenvolvimento dos mercados, a existência de benefícios privados advindos do controle e a expropriação dos minoritários.

Para La Porta *et al.* (2000), a melhor maneira de se pensar sobre a implantação de melhores práticas de governança corporativa no sentido de aumentar a proteção dos direitos dos investidores é procurar melhorar o ambiente regulatório e as práticas de *enforcement*. Entendiam que reformas marginais não se transformariam em solução em vista das pressões das famílias controladoras e interesses de grupos políticos e de alguns investidores estrangeiros. Contudo, evidenciaram sua perspectiva de que a integração dos mercados proporcionaria uma excelente condição para esse salto de qualidade da regulação, como de fato ocorreu. Klapper e Love (2002) ratificaram a importância da eficiência do sistema legal na avaliação do nível de qualidade da governança das empresas de um país. Além disso, constataram que em países com sistemas legais mais fracos a melhoria das práticas de governança exerce maior relevância na avaliação da companhia.

Em relação à questão levantada por La Porta *et al.* (2000), sobre a dificuldade de se melhorar a legislação por reformas marginais, Gorga (2004) constata, no Brasil, que a reforma da Lei das S.A. ficou muito aquém do que se poderia conseguir em vista da combinação de interesses oportunistas com valores culturais.

Ainda a respeito da proteção dos direitos dos investidores, podem ser destacados os trabalhos de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1997, 1998, 1999 e 2000). Nestes foram testadas e confirmadas as hipóteses de que a origem do sistema legal e o grau de *enforcement* influenciam a concentração, o valor, a distribuição de dividendos e o desenvolvimento e a utilização do mercado de capitais.

Em relação à proteção dos direitos do investidor, incluem-se como quesitos do índice de governança a possível existência de problema societário registrado na CVM envolvendo a companhia e seus administradores ou investidores; a existência de processo sancionador contra a companhia; se esta esteve inadimplente no envio das informações à CVM; ou ainda se teve de refazer suas demonstrações financeiras por determinação da autarquia. O primeiro e o terceiro quesitos foram relacionados por Leal e Da Silva (2005) como itens do índice mais atual de qualidade de governança de empresas brasileiras. Entende-se que essa questão pode ser diferenciadora da qualidade da governança praticada nas companhias.

2.4.5.3

Nível de desenvolvimento do mercado financeiro

Outra linha de pesquisa, iniciada a partir do início dos anos 1990, relacionou o grau de desenvolvimento da intermediação financeira e do mercado de capitais com o nível de proteção dos investidores minoritários entendidos com credores e acionistas, conforme demonstraram os trabalhos de La Porta *et al.* (1997, 1998, 1999) e Gleaser, Johnson e Shleifer (2001). Esses trabalhos destacam a importância dos credores como agentes de monitoramento das administrações. Em uma abordagem mais ampla, Maher e Andersson (2000) obtiveram bons resultados estatísticos relacionando crescimento econômico, governança e crescimento do valor das empresas. De acordo com esse raciocínio,

o conceito de governança foi expresso como um conjunto de mecanismos pelos quais os investidores se asseguram de que receberão um retorno adequado para seus investimentos, conforme mencionam Shleifer e Vishny (1997).

Quanto ao desenvolvimento do mercado, Rajan e Zingales (1998) constataram a existência de relação entre a proteção aos investidores e o desenvolvimento do mercado de capitais, incluindo nessa relação o crescimento econômico como fator que interage influenciando as outras variáveis retromencionadas.

Sob o enfoque da proteção de minoritários e credores, Jensen (1986) evidenciou que a dívida pode diminuir o conflito de agência surgido em função da existência de fluxos de caixa livres ou devido à política de dividendos posta em prática pela empresa. Nesse sentido, existiria um *trade-off* entre o aumento da dívida e a redução do risco de oportunismo por parte dos gerentes. Heinrich (2000) confirmou a hipótese de que o endividamento gera vantagem em relação ao maior monitoramento dos agentes pelos principais. Em relação a esse assunto, na Alemanha os credores têm participação relevante no controle e na composição do *board of directors*.

Entende-se que está relacionado a esse tema o percentual de ações em circulação que as companhias têm no mercado. Segundo Da Silveira (2004) a existência de um *free-float* acima de 25% do total de ações identifica a companhia compromissada em aumentar a liquidez nos negócios envolvendo suas ações em bolsa de valores. Assim, assume-se que as empresas que entendam que o mercado é relevante fonte de obtenção de recursos possuem mais de 25% de suas ações em *free-float*.

Compreende-se que esse aspecto pode trazer um caráter de endogeneidade para o índice de governança. O percentual de *free-float* pode ter aumentado porque a empresa percebeu o aumento do valor de suas ações e pode ter emitido novas ações, provocando, com isso, aumento da liquidez de suas ações.

Com esse conjunto de indicadores, torna-se possível estimar a qualidade da governança posta em prática pelas empresas utilizando-se o índice amplo de governança constituído com base nas questões expostas ao longo do referencial teórico. Contudo, outras variáveis participam do estudo ora promovido de modo a controlar possíveis vieses da pesquisa. A seção seguinte traz as informações

necessárias para a compreensão da motivação de se inserirem tais variáveis na presente investigação.

2.5

Variáveis de estudo e controle

Nesta pesquisa, estão inseridas diversas variáveis de estudo e de controle, de modo a se poder utilizar a metodologia proposta. Tal prática tem como objetivo possibilitar a obtenção de resultados que possam direcionar e dimensionar adequadamente a relação entre governança, desempenho e risco das empresas.

A seguir se encontram listadas as variáveis de estudo incluídas na pesquisa, a respeito das quais se tecem alguns comentários. Todos os indicadores podem ser calculados a partir de informações obtidas nos IAN (informação qualitativa) e DF (informação quantitativa e qualitativa) das empresas, submetidos regularmente à CVM.

Variáveis Operacionais

- 1) Percentual de imobilização dos ativos (*imob*) = $\text{Ativo Permanente} / \text{Ativo total}$
- 2) Alavancagem operacional (*aop*) = $\{EBIT(t) - EBIT(t-1)\} / \{\text{Receitas operacionais}(t) - \text{Receitas operacionais}(t-1)\}$

Variáveis da Estrutura de Capital

- 3) Relação entre endividamento e capital (*de*) = $Debt / Equity$
- 4) Tamanho da empresa (*tam*) = Logaritmo da receita operacional líquida da empresa
- 5) Nível de investimentos (*inv*) = $\text{Investimentos} / \text{Patrimônio líquido}$
- 6) Alavancagem financeira (*afin*) = $\{ \text{Lucro por ação}(t) - \text{Lucro por ação}(t-1) \} / \{EBIT(t) - EBIT(t-1)\}$

Variáveis de Mercado

- 7) Liquidez das ações em mercado (*liq*)
- 8) *Market-to-book value* (*mtbv*) = $\text{Valor de mercado do equity} / \text{Valor contábil do equity}$

Outras Variáveis

- 9) Experiência societária (*exp*) = Logaritmo do número de meses que a companhia é aberta e tem suas ações listadas em bolsa de valores
- 10) Logaritmo do tamanho do conselho (*log cons*)
- 11) *Dummy* de controle privado nacional (*pri*) – 0 se é estatal e 1 se possui outra estrutura de controle privado nacional
- 12) *Dummy* de ADR 23 (*adr23*) – 0 se não tem e 1 se tem
- 13) *Dummy* de N2 e NM (*n2nm*) – 0 se não tem e 1 se tem
- 14) *Dummy* de N2 e NM x ADR23 (*n2nmadr23*) – 0 se não tem e 1 se tem
- 15) Percentual de ordinárias do controlador (*ord*) = $(n^{\circ} \text{ de ações ordinárias do controlador} / n^{\circ} \text{ de ações ordinárias total}) \times 100$
- 16) Percentual do capital total do controlador (*cap*) = $(n^{\circ} \text{ de ações do controlador} / n^{\circ} \text{ de ações total}) \times 100$

2.5.1

Variáveis operacionais

Assume-se nesta pesquisa a premissa de que quanto menor o nível de imobilização da empresa maior será a necessidade do controle a ser exercido pelos administradores. Entende-se que empresas com grandes investimentos em ativos imobilizados tornam mais difícil a possibilidade de ocorrer expropriação dos direitos dos minoritários, como destacaram Himmelberg *et al.* (1999). Além disso, foi incluído o grau de alavancagem operacional, que é relevante variável de controle dos betas que são estudados como variáveis dependentes.

2.5.2

Variáveis de estrutura de capital

A governança exerce forte influência na percepção de segurança e garantia de retorno do capital investido. Tanto isso é verdade que a importância de se fornecer maior proteção ao capital investido por minoritários estrangeiros já tinha sido foco de estudo de La Porta *et al.* (1997, 1999 e 2000), indo na mesma direção do enfoque dado por Shleifer e Vishny (1997), para os quais a governança deveria ter como prioridade assegurar o retorno do capital investido. Nesse sentido, foi

incluída como variável de estudo a razão entre dívida e capital da empresa, em conformidade a Jensen (1986). Esse autor argumentou que o endividamento diminui os conflitos de agência, aumenta o monitoramento da administração, melhora o nível da governança praticada pela empresa e deve estar associado a maiores valores das companhias.

Para se controlar a amostra em função do tamanho das empresas, foi inserido como variável o logaritmo da receita operacional líquida gerada pela empresa, em conformidade a Da Silveira (2004). Foi incluída, ainda, uma variável relacionada com as oportunidades de crescimento, em consonância ao pensamento de Durnev e Kim (2005). Sob a perspectiva de representar as oportunidades de investimento, foi incluída na investigação a razão entre o nível de investimentos da companhia, representado pelo saldo da rubrica contábil investimentos do ativo permanente da empresa, e seu patrimônio líquido. Por último, foram incluídas a alavancagem financeira e a razão *debt-equity*, que são importantes variáveis de controle dos betas.

2.5.3

Variáveis de mercado

Foram incluídos como variáveis de estudo relacionadas com o mercado de ações o índice de liquidez (índice gerado pela Bovespa e divulgado pela Economática), presente em Lameira *et al.* (2005), e o *market-to-book value*. Esta última variável foi inserida como variável de controle do crescimento do valor de mercado das empresas e também se encontra relacionada com os testes envolvendo o risco das ações dessas companhias. É relevante destacar que tanto o controle do valor de mercado quanto os testes relativos ao risco se encontram em conformidade aos estudos de Fama e French (1993).

2.5.4

Outras variáveis

Entende-se que uma variável fundamental para se verificar a evolução das práticas de governança é a participação de empresas brasileiras em um mercado de capitais estrangeiro, especialmente o norte-americano. Segundo La Porta *et al.*

(1997), isso era importante para empresas que pensavam em ter suas ações incluídas nos *portfolios* de investidores estrangeiros, visando a uma futura captação de recursos.

A participação em mercado de bolsa estrangeira é um parâmetro importante na avaliação da qualidade da governança praticada pelas empresas, em vista de esses mercados serem mais exigentes em termos de regulação e *enforcement* do que os mercados emergentes. Além disso, a necessidade das empresas de captarem recursos em melhores condições do que no mercado brasileiro faz com que sejam obrigadas a cumprir com todos os requisitos exigidos pelos reguladores e auto-reguladores dos mercados estrangeiros. Essa participação em mercados internacionais se dá, em geral, por meio de programas de *DR*, especialmente via *ADR*. Assim sendo, assume-se, em sintonia a Stulz (1999) e Coffee (1999), que essa variável se constitui em importante referência na construção do conjunto de variáveis que podem diferenciar os níveis de governança adotados pelas empresas nacionais. Dessa forma, incluiu-se uma variável *dummy* referente à existência de programas de *ADR* dos níveis 2 ou 3 por parte da empresa, tendo em vista que em tais níveis existe uma maior exigência de informações a serem veiculadas ao público, conforme Lameira (2007).

Alguns dos quesitos incluídos no índice de governança dizem respeito à relação de obrigações adicionais que as empresas devem atender de modo a participarem dos NDGC; porém, poucas puderam ser avaliadas isoladamente. Dessa forma, foi incluída uma *dummy* relacionada com a participação da empresa no Nível 2 ou no Novo Mercado da Bovespa, tendo em vista que as exigências do Nível 1 são quase meramente a de promover *disclosure* eficiente das informações legais já exigidas da empresa. Reforçam essa perspectiva os resultados obtidos por Da Silveira (2004) para a variável relacionada com a inclusão das ações da empresa nos NDGC. Incluíram-se, também, outra *dummy* indicativa da participação simultânea da empresa no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa e a concomitante negociação em mercados estrangeiros via programa de *ADR* níveis 2 ou 3, em conformidade ao que evidenciou La Porta *et al.* (1997).

Outra variável de controle aponta para a diferenciação entre controle estatal e controle privado, apesar de: a) Leal e Da Silva (2005) não terem encontrado evidências de que a identidade do controlador (privado ou governo) tenha influenciado o valor das empresas; b) Da Silveira (2004) ter constatado que

a identidade do controlador não era fator relevante na qualidade da governança; e c) Campos (2006) somente ter verificado que empresas com controle familiar tinham menores taxas de retorno sobre o patrimônio que as demais empresas (com controle privado ou ligado ao Estado).

Também se incluiu como variável de estudo a experiência societária nos termos evidenciados por Black *et al.* (2006), que entendeu que essa variável proporciona a diferenciação das empresas mais antigas com maior valor (*Tobin's Q*) e melhores práticas de governança. Espera-se que empresas com menor experiência societária tenham menor valor de mercado e melhores práticas, pois as recentes aberturas de capital realizadas no mercado brasileiro foram de companhias que ingressaram nos NDGC.

Em conformidade a Leal e Da Silva (2005), foram inseridas variáveis relacionadas ao grau de concentração de poder de voto e ao grau de concentração do capital total por parte do controlador. Assume-se nesta pesquisa que o controlador é o principal acionista, pessoa física ou jurídica, ou o conjunto de investidores mencionados como controladores no IAN da empresa, caso não exista um investidor que isoladamente possua mais de 50% das ações ordinárias.

As *dummies* de participação em NDGC na Bovespa e emissão de programa de *ADR* níveis 2 ou 3, de forma concomitante ou não, são introduzidas no estudo de modo a possibilitarem a percepção de como o índice, após o controle dos efeitos associados à existência de programas de *ADR* ou participação nos NDGC, se relacionou com risco e desempenho. Devido ao fato de esses indicadores serem componentes do índice, a introdução dessas variáveis deve diminuir o relacionamento entre o índice amplo de governança e o risco e desempenho. Essa prática serve para evidenciar o relacionamento que os outros itens componentes têm com as variáveis dependentes estudadas.

Os indicadores relativos ao grau de concentração de ações ordinárias ou do capital total por parte do controlador são utilizados de modo a fornecerem evidências a respeito de como tais fatores afetam o risco e o desempenho, da mesma forma que as variáveis retomadas são utilizadas para diminuir o efeito do índice nas variáveis dependentes e proporcionam melhor identificação de como as demais variáveis do índice se relacionam com as variáveis a serem explicadas.

Em relação ao tamanho do conselho, Da Silveira (2002) identificou relação ótima entre tamanho do conselho e valor nesse intervalo de valores, e Da Silveira *et al.* (2003) verificaram relação quadrática negativa entre o tamanho do conselho e o desempenho. Assim, assumiu-se que a composição do conselho com um número total entre cinco e nove membros fosse um quesito diferenciador da qualidade de governança. Contudo, tendo em vista evidência obtida em Lameira *et al.* (2005) de relação estatística significativa entre o logaritmo do tamanho do conselho e valor, decidiu-se testar se o tamanho ótimo pode não estar limitado ao intervalo de cinco a nove membros. A inclusão dessa variável controla o possível efeito que o quesito poderia ter no risco e desempenho, e deve diminuir a relação entre o índice de qualidade de governança e as variáveis risco e desempenho. Todo o cuidado de se controlar os testes a serem feitos deve permitir melhor visualização da relação entre o índice (controlados esses fatores) e as variáveis a serem explicadas.