



Valdir de Jesus Lameira

**Governança Corporativa, Risco e Desempenho das
Companhias Abertas Brasileiras – Uma Análise do
Relacionamento entre as Práticas de Governança
Corporativa, o Risco e o Desempenho das Companhias
Abertas Brasileiras**

Tese de Doutorado

Tese apresentada ao programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da PUC-Rio como parte dos requisitos parciais para obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Walter Lee Ness Jr.

Rio de Janeiro
Dezembro de 2007



Valdir de Jesus Lameira

**Governança Corporativa, Risco e Desempenho das
Companhias Abertas Brasileiras – Uma Análise do
Relacionamento entre as Práticas de Governança
Corporativa, o Risco e o Desempenho das Companhias
Abertas Brasileiras**

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Doutor pelo Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Walter Lee Ness, Jr.

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Jorge Ferreira da Silva

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal

COPPEAD – UFRJ

Prof. Richard Saito

FGV – EAESP

Prof. João Pontes Nogueira

Vice-Decano de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 03 de dezembro de 2007

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Valdir de Jesus Lameira

Formado em Engenharia pela UFRJ, pós-graduado em finanças pelo IBMEC-FGV-CODIMEC, pós-graduado e Mestre em Engenharia de Produção pela UFF, Doutor em Finanças pelo IAG da PUC-Rio. Autor de diversos livros sobre finanças e de diversos artigos publicados em congressos e revistas nacionais e estrangeiras. Profissionalmente atuou na BVRJ, no Banco Fininvest, na Premium DTVM, na Price Waterhouse Consultores, no Banco do Brasil e atualmente é funcionário da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Proferiu aulas e palestras em diversas instituições de ensino do país como professor. Foi palestrante do Circuito Universitário da CVM tendo palestrado em diversas instituições do Brasil sobre o mercado de capitais e a atuação reguladora do órgão.

Ficha Catalográfica

Lameira, Valdir de Jesus

Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras – Uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras / Valdir de Jesus Lameira ; orientador: Walter Lee Ness Jr. – 2007.

197 f. ; 30 cm

Tese (Doutorado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Governança. 3. Risco. 4. Desempenho. 5. Companhias abertas. 6. Equações estruturais. I. Ness Junior, Walter Lee. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Agradecimentos

Agradeço a **DEUS** e à intercessão de **São Judas Tadeu** e **Nossa Senhora Aparecida**.

À **minha esposa Rosangela da Silva Martins Lameira** pelo amor, companheirismo e paciência, ao **meu filho Rafael Martins Lameira** pela motivação, a **minha mãe Diná de Jesus Penela** pelo amor e dedicação e a **meu pai José Lameira** pelo exemplo.

Ao meu orientador **Walter Lee Ness** pela sua amizade, pelo seu exemplo como educador e pelas suas revisões e questionamentos.

Ao professor **Theóphilo de Azeredo Santos** amigo em momentos difíceis e que muito colaborou para minha participação e conclusão do curso.

Ao professor **René Garcia** amigo em momento difícil e também responsável por ter ingressado e concluído o curso.

À **PUC**, instituição com a qual vou ter uma dívida de gratidão impagável, por ter me possibilitado evoluir.

Aos **professores** com quem tive aula – **Walter Lee Ness Jr., Jorge Ferreira, Patrícia Tomei, Teresia Diana, Roberto Moreno, Sérgio Proença, Luiz Felipe Motta, Paulo César Mota, Hélène Bertrand, Antônio Carlos Figueiredo e a todos os demais professores**, pelo conhecimento, pela parceria e pela oportunidade de crescer e melhorar.

Aos **funcionários do IAG**, simbolizados na figura da **Teresa Campos**, que fizeram com que esses quatro anos fiquem marcados em minha memória pela felicidade com que cursei o doutorado na PUC.

Ao professor **Ricardo Leal** pelo direcionamento da pesquisa a partir da defesa do projeto de tese; pela cessão do índice de perguntas componentes do índice de governança, junto com o professor André Carvalhal; pela sua presença na defesa da tese que dá o respaldo de que o maior especialista no Brasil no assunto esteve na banca; pela facilidade de relacionamento com que sempre mantive contato; pelas iniciativas que promove e que terminam beneficiando os estudiosos de finanças.

Ao **professores Jorge Ferreira, Richard Saito, Marcelo Klötzle e Luiz Perez Zotes** pela competência, pelo brilho profissional e acadêmico e por aceitarem o convite de participarem na banca de defesa da tese.

Aos meus amigos **Luiz Carlos Gesualdi** pelo coleguismo do dia a dia e ao **Luis Felipe Rossi** que muito me incentivou ao longo do curso.

Ao amigo **Marco Antônio Cunha de Oliveira** por ter me influenciado em procurar o IAG e por ter feito a revisão da tese com sugestões de modificações oportunas.

Ao meu amigo **Cristiano Gonçalves** que muito me ajudou na construção de banco de dados ao longo dos estudos e artigos que consegui desenvolver no curso.

Ao meu amigo **Alexandre Gonçalves** que muito ajudou na construção do banco de dados da tese.

Ao meu amigo **Walter Corcione** que foi pessoa de extrema importância, pois no dia a dia de minha atividade profissional me fortalecia com seu pensamento positivo de que eu ia chegar até o fim do curso. Além disso, Walter sempre foi um parceiro com o qual podia conversar sobre o mercado e com ele muito aprendi.

À minha amiga **Renata Motta Kurtz** pelas aulas sobre organizações e educação, pelo carinho, solidariedade, atitudes e por poder passar a ser seu amigo.

À minha amiga e professora de francês **Denise Lezan** e ao amigo **Nicolau** da Tecgraf.

Aos colegas do curso de Doutorado, de Mestrado e da PUC, em geral.

Na CVM, ao ex-presidente **Luiz Leonardo Cantidiano**, ao diretor **Eli Lória** e à atual presidenta **Maria Helena Santana**.

Resumo

Lameira, Valdir de Jesus; Ness, Walter Lee (Orientador). **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras – uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras**. Rio de Janeiro, 2007. 197p. Tese de Doutorado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Nesta pesquisa procurou-se estimar a qualidade da governança praticada por uma amostra significativa de companhias abertas brasileiras, no período entre 2002 e 2006, e relacioná-la aos indicadores precedentes do valor das companhias, que são o risco e o desempenho, de modo a verificar a existência de relações estatísticas significativas entre estas. Para mensurar a qualidade da governança construiu-se um índice composto por vinte perguntas de respostas binárias. Foram utilizados diversos indicadores para o risco como beta local; o beta obtido com o uso do S&P 500; a volatilidade; o risco idiossincrático, e o custo implícito do capital. Para mensurar o desempenho foram utilizadas as variáveis roa (*return on assets*); roe (*return on equity*); ets (a margem *ebit-to-sales*), e o mts (o indicador de valor *market-to-sales*). Os resultados conseguidos por meio da aplicação do método das regressões lineares simples e múltiplas, em nível crescente de complexidade, são confirmados com robustez pelos resultados obtidos com o uso do método das equações estruturais, e confirmam as hipóteses iniciais. A investigação da endogeneidade da variável governança sugere que esta variável tem caráter endógeno em relação ao risco e à margem. Porém, o teste de Granger não mostra evidências de relação de causalidade originada das variáveis de risco e desempenho na governança, mas revela indícios de relação originada da governança nas variáveis retromencionadas. Os efeitos da possível endogeneidade não prejudicaram os resultados obtidos por meio das regressões lineares. Também se investigou a relação entre subíndices e as variáveis de risco e desempenho. Os resultados confirmam a influência dos subíndices relacionados com a estrutura de propriedade, a transparência e a atuação da administração da companhia no risco e desempenho das empresas. Não se observou relação estatística significativa entre o subíndice relacionado com a política de relacionamento com o investidor e as variáveis risco e desempenho. Por último, constatou-se que a maior dispersão do capital ordinário; a maior participação do controlador no capital total; menores graus de imobilização; maiores conselhos; menor alavancagem operacional e financeira; menores riscos; maiores margens; adoção de programa de ADR níveis 2 ou 3; maior tempo de experiência societária; maiores patrimônios, e a participação no Nível 2 ou Novo Mercado da Bovespa se relacionam positivamente com a qualidade da governança praticada pelas empresas.

Palavras-chave

Governança, risco, desempenho, companhias abertas, equações estruturais.

Abstract

Lameira, Valdir de Jesus; Ness, Walter Lee (Advisor). **Corporate Governance, risk and performance of the Brazilian public companies - an analysis of the relationship between the practices of corporate governance, the risk and the performance of the Brazilian public companies.** Rio de Janeiro, 2007. 197p. PhD Thesis – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study estimated the quality of governance practiced by a significant sample of Brazilian publicly traded companies between 2002 and 2006, and related it to risk and performance. An index composed of twenty questions, with all answers in binary form, was constructed to measure the quality of governance. Several indicators were used for risk such as the local beta, the beta obtained with the use of the S & P 500 index, share price volatility, idiosyncratic risk and the implicit cost of capital. Measures of performance were the following variables: return on assets), return on equity, the margin of ebit-to-sales, and the ratio of market value-to-sales). The results obtained through the application of the method of simple and multiple linear regressions, in increasing level of complexity, were confirmed, with robustness, by the results obtained by the use of structural equations, confirming the original hypotheses. The investigation of the endogeneity of the variable for governance suggests that this variable has an endogenous character in relation to the risk and margin. Though the test of Granger shows no evidence of a causal relationship between the variables of risk and performance in governance, it shows signs of a causal relationship caused by governance on the variables of risk and performance. The effects of possible endogeneity do not harm the results obtained using the linear regressions. The relationships between sub-indexes of governance and risk and performance were also investigated. The results confirm the influence of the sub-indexes of governance related to the structure of ownership, transparency and administration of the company on the risk and performance of companies. There was no statistically significant relationship between the sub-index related to the politics of relationships with the investor and the variables risk and performance. Finally, it was found that the greater dispersion of holdings of ordinary shares, the greater investment by the controlling shareholder in total capital, lesser degrees of tangible assets, larger boards of directors, lower operating and financial leverage, lower risk, higher margins, the existence of a ADR level 2 or 3 program, more experience in been a public company, greatest volume of assets, and participation in the Level 2 or Bovespa's New Market's correlate positively with the quality of governance practiced by the Brazilian publicly traded companies.

Keywords

Governance, risk, performance, public company, structural equations.

Sumário

1. Introdução	13
1.1. Problema	13
1.2. Objetivos: principal e intermediários	17
1.3. Delimitação do estudo	18
1.4. Relevância do estudo	19
2. Referencial Teórico	21
2.1. Governança e desempenho	27
2.2. Governança, risco e custo de <i>equity</i>	31
2.3. Endogeneidade nos estudos de governança	33
2.4. Qualidade da governança praticada	34
2.4.1. Estrutura de propriedade e controle	37
2.4.2. Nível de disclosure das informações e benefícios privados de controle	42
2.4.3. Auditoria e conselho fiscal	44
2.4.4. Conselho de administração e política de remuneração de executivos	45
2.4.5. Relacionamento com investidores	48
2.4.5.1. <i>Tag along</i> e provisões anti- <i>takeovers</i>	49
2.4.5.2. Proteção dos direitos dos minoritários	50
2.4.5.3. Nível de desenvolvimento do mercado financeiro	51
2.5. Variáveis de estudo e controle	53
2.5.1. Variáveis operacionais	54
2.5.2. Variáveis de estrutura de capital	54
2.5.3. Variáveis de mercado	44
2.5.4. Outras variáveis	44
3. Metodologia	49
3.1. Aspectos epistemológicos da pesquisa	59
3.2. Etapas da pesquisa	59
3.3. Universo e amostra	61
3.4. Coleta de dados	61
3.5. Tratamento dos dados	63
3.6. Limitações da pesquisa e dos métodos	63
3.7. Modelos para serem testados pelo método das regressões lineares	66
3.7.1. Modelos para se estudarem as variáveis de desempenho	67
3.7.2. Modelos para se estudarem as variáveis de risco	70
3.8. Teste de robustez utilizando o método das equações estruturais	73
3.9. Hipóteses	76
4. Análise dos Resultados	77
4.1. Análise dos resultados do primeiro teste para as variáveis desempenho e risco	79
4.2. Análise dos resultados do segundo teste para as variáveis desempenho e risco	85

4.3. Análise dos resultados do teste de retornos	85
4.4. Análise dos resultados do teste de retornos excedentes	86
4.5. Análise dos demais resultados dos testes utilizando o método das equações lineares	86
4.6. Na análise dos resultados dos testes utilizando o método das equações estruturais	89
4.7. Análise dos resultados dos testes utilizando o método das equações estruturais	92
4.8. Análise dos testes de endogeneidade	97
4.9. Análise dos resultados os determinantes da qualidade da governança corporativa	101
5. Conclusões	104
6. Referências bibliográficas	115
Apêndices	126
Apêndice 1 - Conceitos centrais	126
Apêndice 2 - Racionalidade e critérios utilizados para a elaboração do índice de governança corporativa	130
Apêndice 3 - Resumo das variáveis	143
Apêndice 4 - Lista de Tabelas	146
Apêndice 5 - Lista de Figuras	193

Lista de tabelas

Tabela 1: IGC das empresas de 2002 a 2006	146
Tabela 2: IGC das empresas de 2002 a 2006	149
Tabela 3: Respostas SIM às perguntas do IGC	151
Tabela 4: Resumo dos dados utilizados na pesquisa	152
Tabela 5: Variável $sqr(igc)$	152
Tabela 6 (a): Teste de normalidade das variáveis dependentes e do $sqr(igc)$	153
Tabela 6 (b): Teste de normalidade das variáveis independentes	153
Tabela 7: Teste de normalidade das variáveis transformadas	154
Tabela 8 (a): Teste de normalidade das variáveis dependentes	155
Tabela 8 (b): Teste de normalidade das variáveis independentes	155
Tabela 9: Teste de colinearidade	156
Tabela 10: Teste de homocedasticidade de Levene	157
Tabela 11: Teste de ANOVA (F) de homocedasticidade	158
Tabela 12: Teste de igualdade de variância entre as séries	160
Tabela 13: Teste robusto de igualdade de médias	161
Tabela 14: Correlações (Pearson)	163
Tabela 15: Teste de raiz unitária do grupo de variáveis	166
Tabela 16: Regressões simples entre variáveis dependentes e $sqr(igc)$	166
Tabela 17: Testes de Granger entre $sqr(igc)$ e variáveis dependentes	167
Tabela 18: Testes de resíduos das regressões lineares entre $sqr(igc)$ e variáveis dependentes	167
Tabela 19: Resultados das regressões lineares múltiplas com a variável $sqr(igc)$ pelos MQO	168
Tabela 20: Testes de resíduos das regressões lineares entre $sqr(igc)$ e variáveis dependentes	169
Tabela 21: Resultados das regressões lineares múltiplas com a variável $sqr(igc)$ com ponderações de peso (períodos/cross-sections)	170
Tabela 22: Resultados das regressões lineares múltiplas com a variável $sqr(igc)$ com ponderações de peso e correções de White	171
Tabela 23: Testes de resíduos das regressões lineares múltiplas com a variável $sqr(igc)$	172
Tabela 24: Resultados das relações entre Δigc e as variáveis dependentes Regressões utilizando ponderações de peso e correções de homocedasticidade.	172
Tabela 25: Regressões entre $\log(digc)$ e as variáveis dependentes $1/(dets)$, $1/(dmts)$, $1/(droa)$, $1/(droe)$	173
Tabela 26: Teste não paramétrico de normalidade de $\log(ret\ mtbv)$	173
Tabela 27: Resultados das regressões lineares múltiplas entre $sqr(igc)$ e as variáveis dependentes	173
Tabela 28: Testes de resíduos das regressões entre $sqr(igc)$ e as variáveis dependentes com MQO e MQO em dois estágios	174
Tabela 29: Resumo dos resultados das relações entre o IGC e as variáveis dependentes	175
Tabela 30: Coeficientes e relações entre subíndices e risco	176

Tabela 31: Coeficientes e relações entre subíndices e desempenho	176
Tabela 32: Relações entre subíndices e risco	176
Tabela 33: Relações entre subíndices e desempenho	177
Tabela 34: Teste de normalidade multivariada da amostra	177
Tabela 35: Teste de normalidade multivariada sem outliers	177
Tabela 36: Carga da relação entre a variável de governança e a variável de risco	177
Tabela 37: Carga da relação entre a variável de risco e a variável de valor	178
Tabela 38: Carga da relação entre a variável de governança e a variável de desempenho	178
Tabela 39: Carga da relação entre a variável de desempenho e a variável de valor	178
Tabela 40: Resumo das cargas das relações entre as variáveis considerando governança uma variável exógena	179
Tabela 41: Modelo 5	179
Tabela 42: Modelo 6	180
Tabela 43: Modelo 7	181
Tabela 44: Modelo 8	182
Tabela 45: Modelo 9	183
Tabela 46: Modelo 10	184
Tabela 47: Modelo 11	184
Tabela 48: Modelo 12	185
Tabela 49: Modelo 13	185
Tabela 50: Resumo dos coeficientes e das relações dos modelos	186
Tabela 51: Resumo dos sinais das estatísticas com significância estatística	187
Tabela 52: Resumo dos sinais considerando governança como variável exógena (modelos 1 a 4)	188
Tabela 53: Resumo das relações estatísticas entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelos 5 a 13, sem variáveis de controle	188
Tabela 54: Resumo das relações entre as variáveis considerando governança uma variável endógena – modelos 14 a 18, com variáveis de controle	189
Tabela 55: Resumo dos sinais das relações entre as variáveis considerando governança uma variável exógena e endógena – modelos 5 a 18	190
Tabela 56: Resultados dos modelos de determinantes da governança corporativa	190

Lista de figuras

Figura 1: Modelo conceitual de impactos no risco e desempenho das empresas	67
Figura 2: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 1 a 4	192
Figura 3: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 5 a 8	193
Figura 4: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 9 e 10	194
Figura 5: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 11 e 12	195
Figura 6: Diagrama de caminhos do modelo de estudo de número 13	196
Figura 7: Diagrama de caminhos dos modelos de estudo de números 14 a 18	197

Lista de gráficos

Gráfico 1	107
Gráfico 2	109
Gráfico 3	109