

1

Introdução

1.1

Problema

As companhias, os agentes financeiros e os investidores fazem parte de um complexo ambiente de negócios conhecido por mercado. Deste, os mercados de crédito e de capitais são os segmentos disponíveis para o financiamento das atividades das organizações. Nesses mercados, segurança e potencial de crescimento são pontos importantes para a captação de recursos por parte das empresas. Entre outros aspectos, esse potencial de crescimento das organizações está ligado ao montante de recursos disponíveis para o investimento e à capacidade de geração de um fluxo atrativo de retornos para os investidores. Por outro lado, a segurança percebida no investimento e o baixo custo para monitorá-lo são aspectos também relevantes na perspectiva dos investidores e demais participantes do mercado.

A análise da qualidade do investimento observada por agentes financeiros e investidores é construída com base na avaliação de um conjunto de fatores. Alguns desses fatores são mais objetivos e, portanto, mais facilmente mensurados, como o risco da empresa, a rentabilidade estimada, a capacidade de geração de fluxo de caixa e, por conseguinte, o valor da companhia. Contudo, a teoria financeira evidencia que outros aspectos também são relevantes na tomada de decisão por parte dos investidores, como: a) a estrutura de propriedade e controle da empresa; b) o ambiente de negócios corporativos onde a empresa atua; c) o ambiente regulatório; d) a capacidade de *enforcement* existente; e) a política de incentivos praticada; e f) algumas características específicas de cada organização, como a forma de estruturação do conselho de administração, a existência e atuação de comitês, a possibilidade de *tag along*, entre outros fatores. A esse conjunto de características empresariais e mecanismos de controle interno e externo das organizações dá-se o nome de governança corporativa.

A teoria econômica evidencia que um dos principais problemas existentes nas grandes corporações modernas é a separação entre propriedade e controle, que possibilita a geração de conflitos de interesses entre acionistas e administradores ou entre controladores e minoritários. É nesse contexto que atua a governança corporativa, sendo o principal objetivo da aplicação desse conjunto de práticas a promoção de um ambiente de negócios onde estejam minimizados os conflitos de interesses mencionados e as possibilidades de expropriação dos direitos de propriedade dos investidores.

Em seu sentido mais amplo, governança corporativa está relacionada com a minoração dos efeitos advindos dos conflitos de agência mencionados por Berle e Means (1932); com a diminuição dos custos de gerenciamento dos recursos na empresa, como destacou Coase (1937); com a redução da possibilidade de ocorrência de comportamentos oportunistas, como salientaram Alchian e Demsetz (1972); e com a melhoria do controle dos ativos em conformidade ao pensamento de Williamson (1975).

Assim sendo, o aprimoramento das práticas de governança está associado ao desenvolvimento de melhores estruturas organizacionais e à busca de uma melhor dinâmica no seu funcionamento, o que deve possibilitar o aumento da eficiência das empresas, queda nos riscos e, em consequência, uma melhor avaliação por parte do mercado.

Ao longo dos últimos anos, em meio ao processo de globalização dos mercados financeiros e de produtos, várias empresas brasileiras promoveram melhoria das suas práticas de governança de modo a captarem recursos nos mercados de crédito e capitais internacionais. Objetivavam a internacionalização de suas operações comerciais, o aumento dos investimentos e, com isso, o crescimento de sua capacidade de competição no âmbito das economias brasileira e global. Para a consecução de tal meta era, e continua sendo, necessário acessar tais mercados em vista da relativa escassez, do elevado custo e do curto prazo dos recursos disponíveis para serem captados pelas empresas na economia brasileira, como preconiza Rocca (2001).

A melhoria das práticas de governança corporativa também se fez observar em diversas companhias abertas brasileiras, que, não podendo acessar o mercado internacional, promoveram melhoria de seu sistema de governança de modo a captar recursos mais baratos e em maior volume no mercado de capitais

nacional. Dessa forma, diversas companhias ingressaram nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), incluindo entre estes o Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Para isso foi necessário que assumissem voluntariamente diversos compromissos, como a melhoria das informações e sua divulgação e maior proteção dos direitos dos minoritários.

Percebe-se que a adequação e o aperfeiçoamento das práticas de governança é um processo contínuo ao longo do tempo, motivado por estímulos internos ou pressões externas às organizações. Um exemplo recente de pressão externa exercida sob as empresas foi a necessidade de atendimento às exigências do *Sarbanes-Oxley Act*, de 30 de julho de 2002, por parte das companhias abertas nacionais, que promoveram programas de *American Depositary Receipts (ADR)* níveis 2 e 3 para negociação de suas ações no mercado de capitais norte-americano.

As companhias abertas nacionais se inserem no contexto global contemporâneo, em que se buscam soluções para a melhoria da gestão organizacional de modo que os efeitos afetem positivamente o risco da empresa percebido pelo mercado e possibilitem o aumento do retorno das suas ações. Assumindo-se que a meta almejada por essas companhias é o crescimento do retorno dos acionistas e utilizando-se o valor da companhia como objetivo a ser maximizado, essas organizações devem buscar, como objetivos intermediários, a redução dos custos de capital próprio e de terceiros e a melhoria do desempenho operacional. Nesse ambiente, o exercício de melhores práticas de governança torna-se um dos instrumentos que podem permitir a melhoria do processo de decisão nas empresas, além de proporcionar o aperfeiçoamento dos controles e uma maior eficiência gerencial, e assim viabilizar o atingimento dessas metas intermediárias.

No que concerne às investigações acadêmicas relacionadas ao tema governança corporativa, observa-se que os estudos se concentram com maior frequência na procura de evidências estatísticas significativas relacionando essa variável e o valor das empresas. A esse respeito, podem ser destacados, entre outros, os trabalhos de Klapper e Love (2004), Bai *et al.* (2002), Black *et al.* (2006) e Brown e Caylor (2004), no âmbito internacional, e Da Silva (2004), Leal e Da Silva (2004), Da Silveira (2004) e Leal e Da Silva (2005), no ambiente nacional.

Os estudos procuram relacionar práticas, mecanismos isolados de governança ou amplos indicadores de qualidade da governança praticada pelas empresas com o seu valor utilizando os métodos das regressões lineares ou equações estruturais. Os estudos mais recentes deram ênfase à procura por soluções que contornassem os problemas de endogeneidade e tentaram investigar possíveis relações de causalidade entre a governança e o valor das companhias.

Se, por um lado, no Brasil, as pesquisas de Leal e Da Silva (2004), Da Silveira (2004) e Leal e Da Silva (2005) indicavam que a melhoria das práticas de governança estava relacionada com o aumento no valor das empresas, estas não se aprofundaram na investigação do impacto específico que a melhoria da governança teve, isoladamente, no desempenho e no risco das companhias abertas nacionais percebido pelo mercado. Além disso, as pesquisas não investigaram se os impactos em ambas as variáveis são no sentido do aumento do valor ou não, e se continua existindo relação entre governança e valor mesmo em um contexto que inclua as relações entre governança e valor via as variáveis mediadoras (risco e desempenho). Portanto, nesta investigação, procura-se evidenciar as relações estatísticas envolvendo governança e risco e governança e desempenho, verificando-se se continua existindo relação direta entre governança e valor. Entende-se que esta investigação permite ampliar o conhecimento a respeito da relação entre governança e valor por se pesquisarem relações com variáveis precedentes ao valor como são o risco e o desempenho.

Nesse contexto identificamos a seguinte situação problema: como a adesão a melhores práticas de governança corporativa se relaciona com os desempenhos e riscos das companhias abertas brasileiras, percebidos pelo mercado?

Em vista das investigações propostas, será possível verificar se os impactos da governança nas duas variáveis são no mesmo sentido, se somente existe impacto em uma das variáveis, se as relações não confirmam significância estatística entre governança e as duas demais variáveis e se mesmo na presença dos relacionamentos entre governança e risco e desempenho, e destes no valor da empresa, ainda assim continua existindo relação estatística significativa entre governança e valor.

1.2

Objetivos: principal e intermediários

O objetivo principal deste estudo é identificar a relação que o exercício de melhores práticas de governança corporativa possa ter com as variáveis risco e desempenho das companhias abertas nacionais. Para isso, reuniram-se diversas práticas de governança, entendidas como práticas relevantes na vida societária das empresas, em um único índice, de modo que o valor mensurado por esse indicador refletisse de forma ampla a política de governança adotada pela empresa.

Em seguida, procura-se verificar se esse índice se relaciona com a diminuição do risco da empresa percebida pelo mercado e com a melhoria do desempenho dessas companhias. Portanto, risco e desempenho são as variáveis assumidas no estudo como variáveis dependentes ou a serem explicadas pelos modelos utilizados na pesquisa.

Para que o objetivo principal seja atingido, devem ser alcançados alguns objetivos intermediários, os quais se encontram evidenciados a seguir:

- Quais são as questões referentes ao assunto governança corporativa que se mostram relevantes nas empresas? Para se tentar responder a essa pergunta procura-se elencar práticas de governança relevantes para a diferenciação das empresas sob o ponto de vista de vários autores, como Leal, Da Silva, Da Silveira e Almeida, no Brasil; Klapper e Love, Black *et al.*, Brown e Caylor, no exterior. Ainda a esse respeito, observaram-se com destaque as perspectivas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e da Bovespa. Agindo dessa forma, procurou-se construir um índice de governança relacionado com as questões relativas à separação de controle e propriedade; à transparência; ao exercício de controle; à forma de remuneração dos administradores; à composição e atuação do conselho de administração; ou ainda a outras práticas assumidas pelas companhias em função da participação nos NDGC da Bovespa, ou necessárias para negociação e/ou captação de recursos no exterior por meio da emissão de programas de ADR. Na formação do índice de qualidade de governança, utilizou-se como referência o conjunto de perguntas

definidas pelo IBGC em parceria com outros agentes de mercado. Essas perguntas compuseram o questionário de pesquisa utilizado pela referida instituição na avaliação das empresas que participaram do Prêmio IBGC de Governança de 2005.

- Como verificar o impacto das práticas de governança nas variáveis risco e desempenho considerando o ambiente de negócios onde as empresas atuam? Para verificar os impactos da governança nessas variáveis, da maneira menos distorcida possível, inclui-se na pesquisa uma relação de variáveis de estudo advindas da investigação promovida na literatura acadêmica. Dessa forma, foi possível a construção de um painel com diversas variáveis de controle (e entre estas possivelmente algumas variáveis instrumentais), que possibilitaram a visualização adequada dos efeitos da governança no risco e desempenho das empresas. Desse modo, espera-se que questões referentes ao tamanho das empresas, participação em NDGC da Bovespa e emissão de programas de *ADR* permitam entender de forma mais abrangente o relacionamento entre essas variáveis, em meio ao contexto econômico e empresarial brasileiro contemporâneo.

1.3

Delimitação do estudo

Não é objetivo da pesquisa a definição de um conjunto de práticas de governança que seja mais adequado como critério para avaliação e classificação das empresas em diferentes níveis. A meta é estabelecer modelos que permitam entender se existe e qual é a relação entre as práticas de governança, o risco e o desempenho das companhias abertas nacionais. Além disso, a utilização de regressões lineares múltiplas e equações estruturais torna possível a confrontação entre as possíveis relações encontradas entre essas variáveis e entre essas e as demais variáveis de estudo inseridas na pesquisa. Porém, os resultados não podem ser considerados conclusivos, mas apenas evidências que possibilitam a construção de uma teoria em formação.

Para se alcançar esse objetivo, necessita-se construir uma medida ampla da qualidade da governança praticada pelas empresas. Essa medida não pode ser

entendida como um resultado definitivo de avaliação das práticas de governança das empresas, mas uma tentativa de se criar um indicador para a variável de modo a se poderem aplicar os testes de investigação propostos.

Os problemas de endogeneidade provocados por causalidade reversa e relações espúrias são críticos nos testes em que se utiliza o método das regressões lineares simples e múltiplas. Compreendidos como sérios limitadores do conhecimento a respeito do assunto, foram utilizadas algumas maneiras de se contornar tais problemas. Para viabilizar esse objetivo foram utilizados dados em painel; promoveram-se testes para a verificação de possível correlação entre a variável de governança e os resíduos gerados pelas regressões; executaram-se testes estatísticos contando com a inserção de variáveis instrumentais; confrontaram-se os resultados gerados pelo método das regressões lineares com os obtidos a partir da utilização do método de equações estruturais; e incluíram-se diversas variáveis de estudo compatíveis com uma revisão adequada do tema. O objetivo ao se utilizarem os procedimentos ora elencados é o de se conseguirem estatísticas mais confiáveis e menos viesadas de modo que as inferências possibilitem a construção de conclusões com linhas de pensamento consistentes com os resultados obtidos.

1.4

Relevância do estudo

Nos últimos anos, após o Plano Real, percebeu-se uma crescente globalização dos mercados financeiros, crescimento do comércio mundial, aumento da competitividade, ampla abertura dos mercados e busca de internacionalização de fontes de recursos por parte das empresas advindas de mercados emergentes, especialmente por meio de programas de *ADR*, conforme Lameira (2003).

Em meio a esse cenário, as companhias abertas nacionais perceberam a necessidade mais aguda de captarem maior quantidade de recursos para investirem. Buscando melhores condições de financiamento, entenderam que deveriam perseguir maior eficiência organizacional, e constataram a necessidade de oferecerem maior proteção aos direitos dos investidores. Dessa forma, várias dessas companhias perceberam que deveriam melhorar suas práticas de

governança. Podem ser mencionados como exemplos dessa melhoria o aumento da transparência das demonstrações financeiras e societárias e o aperfeiçoamento dos seus controles internos, que possibilitaram a diminuição dos riscos operacionais e financeiros.

Ao longo desse mesmo período de tempo alguns estudos foram elaborados no sentido de verificar a relação entre a melhoria das práticas de governança e o aumento do valor das empresas. Porém, até o momento ainda não se investigou como a governança se relaciona isoladamente com o risco e com o desempenho das companhias abertas no Brasil, que são variáveis precedentes ao valor. Dessa forma, o estudo possibilita a percepção de como a governança se relaciona com essas variáveis, além de permitir verificar: a) se a melhoria da governança praticada diminui o risco; b) se melhora o desempenho; c) se existem efeitos contraditórios no risco e no desempenho investigados; d) se existem efeitos da governança sobre o valor além dos efeitos via as variáveis mediadoras – risco e desempenho.

Em relação à melhoria das práticas de governança nas empresas, espera-se confirmar as seguintes hipóteses: a) que diminui o risco da empresa percebido pelo mercado; b) que melhora o desempenho; c) que existe relação direta entre governança e valor mesmo na presença das relações envolvendo as variáveis mediadoras; d) que existem relações estatisticamente significativas entre subíndices e as variáveis de risco e desempenho; e e) que a variável de governança possui caráter endógeno. Como isso, espera-se aumentar o conhecimento a respeito da relação entre a melhoria das práticas de governança, risco e desempenho e também o valor dessas companhias.