

**Área: Estratégia em Organizações / Tema: Governança Corporativa**

**Análise da Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil**

**AUTORES**

**ANDERSON CATAPAN**

Pontifícia Universidade Católica do Paraná  
anderson@catapancontadores.com.br

**ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO**

Universidade Federal de Minas Gerais  
rdcolauto@face.ufmg.br

**CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
claudiomedwards@hotmail.com

**RESUMO**

A Governança Corporativa representa um conjunto de mecanismos que ajuda os acionistas melhorar os retornos sobre os capitais investidos e diminuir os conflitos de interesse entre administradores e acionistas. Para Shleifer e Vishny (1997), GC são mecanismos pelos quais fornecedores de recursos podem obter retorno sobre seus investimentos. Nesta direção, Costa (2008) explica que a GC pode ser entendida como o conjunto de atributos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores. Neste contexto, o estudo objetiva verificar o efeito da governança corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado em empresas brasileiras de capital aberto no período de 2008, 2009 e 2010. Para mensurar o nível de governança corporativa, utilizou-se instrumento proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005). Utilizam-se quatro constructos que compõem o instrumento, destes, somente o que se refere a Direito de acionistas mostrou resultado satisfatório do Alfa de Cronbach (em torno de 0,830). Os resultados não indicam efeito estatisticamente significativo do Índice de Governança Corporativa sobre todas as variáveis de desempenho cuja explicação pode estar associada ao instrumento de pesquisa proposto.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Desempenho, Confiabilidade.

**ABSTRACT**

The Corporate Governance represents a set of mechanisms that help the shareholders improving the returns on the capital invested and decreases the conflicts of interest between managers and shareholders. In Shleifer and Vishny (1997), GC are mechanisms by which resource providers can deliver a return on their investment. In this sense, Costa (2008) explains that KM can be understood as a set of attributes of incentive and control, internal and external, to minimize the costs of the agency problem of managers. In this context, the study aims at verifying the effect of corporate governance on variables of performance of an accounting nature and market in brazilian companies open capital in the period of 2008, 2009 and 2010. For measuring the level of corporate governance, we used an instrument proposed by Carvalhal-da-Silva and Leal (2005). We use four constructs that compose the instrument, of these, only that which refers to the right of shareholders showed satisfactory result of

Cronbach's Alpha (around 0.830). The results indicate no statistically significant effect of the Corporate Governance Index on all variables of performance whose explanation may be associated with the instrument of research proposed.

Key-words: Corporate Governance, Performance, Confiability.

## 1 INTRODUÇÃO

De 1992 a 2011 o Produto Interno Bruto brasileiro apresentou desempenho negativo (-0,2%) somente no ano de 2009. O desempenho negativo de 2009 pode ser parcialmente explicado pela crise bancária norte-americana de 2008 que, em seguida, chegou aos demais setores da economia. Diante disto, pode-se observar que a economia brasileira está inserida em um ambiente de crescimento estável, se comparado a períodos anteriores. Dentre os fatores que exercem influência sobre este desempenho, Costa (2008) elenca a solidez dos pilares da política macroeconômica, o aumento do investimento no mercado acionário em contraponto a investimentos tradicionais e aos quesitos implantados pelas boas práticas de governança corporativa de empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Levando em conta que o desempenho de companhias abertas, em termos de crescimento e expansão, pode influenciar o desempenho da economia como um todo, pode-se conjecturar que aspectos relacionados a distribuição de autoridade e responsabilidade também podem estar associados ao desempenho destas empresas.

Autoridade, responsabilidade e, mais especificamente, a propriedade e controle no ambiente organizacional, são temas relacionados à Governança Corporativa, e objeto constante de interesse de pesquisadores. Esta tendência temática de pesquisa tem suas origens nas investigações desenvolvidas por Berle e Means na década de 30 no estudo *The Modern Corporation and Private Property* (1932). Estes autores estão entre os primeiros a teorizar sobre a propriedade difusa de grandes corporações como uma característica típica de organizações empresariais. Diante do contexto de sua época, demonstraram que a moderna corporação apresentava estrutura de propriedade que não se parecia com a de uma empresa gerida por seu dono. Verificaram dissociação entre propriedade e controle, onde corporações não eram exclusivamente administradas por seus proprietários ou fundadores, mas também por dirigentes profissionalizados. Ao demonstrar que a separação da propriedade e controle tratava-se de um fato, estes autores lançaram luz sobre a necessidade de compreensão do funcionamento da relação entre proprietários, gestores e demais partes interessadas no desempenho das organizações. Lopes (2002) defende que a contribuição de Berle e Means (1988) constitui um dos pontos de partida para a compreensão das relações agência.

Embora o reconhecimento de que a formalização da dispersão da propriedade em companhias de capital aberto da forma como se conhece atualmente seja atribuída a Berle e Means (1988), estudos posteriores, direta e indiretamente, partiram de premissas semelhantes a destes autores e contribuíram para o aumento do arcabouço teórico dedicado à compreensão das relações de agência e separação da propriedade e controle (JENSEN e MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA e JENSEN, 1983; JENSEN, 1983).

Relações de agência não são exclusividade de organizações empresariais ou ainda restritas ao ambiente interno da empresa. Exemplos representativos de conflito de agência são materializados quanto da divergência de interesses entre acionistas controladores e diretoria executiva, e acionistas majoritários e minoritários. Segundo Silva (2006), no Brasil, onde a propriedade das empresas é concentrada em acionistas majoritários que comumente acumulam responsabilidades na direção executiva é mais recorrente os conflitos de agência ocorrerem entre controladores e acionistas minoritários.

Com o intuito de minimizar os problemas de conflitos de interesse, torna-se necessário a adoção de práticas de Governança Corporativa (GC) visando, sobretudo, fiscalizar o comportamento da gestão em termos de resultado e tomada de decisão em relação à destinação dos recursos da empresa. Nesta direção, depreende-se que atributos de GC têm o objetivo de induzir os tomadores de decisões a terem atitudes voltadas a maximizar o valor da empresa e alinhar interesses de partes conflitantes.

Para Shleifer e Vishny (1997), GC são mecanismos pelos quais fornecedores de recursos podem obter retorno sobre seus investimentos. Nesta direção, Costa (2008) explica que a GC pode ser entendida como o conjunto de atributos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores. Neste contexto, a GC tem a função de prover aos acionistas e credores, segurança no intuito de que estes não sejam expropriados por acionistas controladores ou gestores.

O IBGC (2010) defende que boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da empresa para a sociedade, facilitar o acesso das empresas ao capital e contribuir para a longevidade das organizações. Quando se aborda a geração de valor para a sociedade, pode-se argumentar que atributos de governança poderiam refletir-se no desempenho econômico-financeiro das empresas. Neste sentido, a questão de pesquisa do trabalho consiste em conhecer: **Qual a relação da governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas listadas no BM&FBOVESPA?** Assim, o artigo objetiva examinar o efeito da governança corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil e de mercado em empresas brasileiras.

A presente pesquisa encontra-se subdividida em quatro seções além desta introdução. Na segunda seção apresentam-se conceitos acerca da Governança Corporativa. Na terceira seção apontam-se os procedimentos metodológicos. Depois, mostram-se a descrição e análise dos resultados. Por último, apresentam-se as conclusões e as sugestões para trabalhos futuros.

## 2 CONCEITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

*Cadbury Report* (1992) define a governança corporativa como um sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas, colocando os conselheiros de administração no centro de qualquer discussão. Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa sob o ponto de vista financeiro, como o conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. Para Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) a GC é um conjunto de práticas e processos formais de supervisão da gestão executiva de uma empresa que visa resguardar os interesses dos acionistas e minimizar os conflitos de interesse entre os acionistas e os demais afetados pelo valor da empresa.

A *Organization for Economic Cooperation and Development* (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico) (OECD, 2004) afirma que governança corporativa envolve um conjunto de relacionamentos entre a gerência da companhia, seus *boards*, acionistas, e outros *stakeholders*. Governança corporativa também fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios para atingi-los e monitoramento da *performance* são determinados.

Almeida *et. al.* (2010) explicam que a governança corporativa coloca em pauta questões relevantes, como o papel do Conselho de Administração no estabelecimento de normas de conduta e definir responsabilidades através dos mecanismos de monitoramento e controle, a governança objetiva a proteção dos acionistas e credores, de forma que eles não possam ser expropriados pelos agentes da organização. Tem despertado interesse do mercado em função das mudanças ocorridas no cenário mundial, dos escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos, principalmente no mercado norte americano, que é reconhecido como o principal fornecedor de capital do mundo.

Além disso, os processos de privatizações, fusões e aquisições e o crescimento dos fundos de pensão também contribuíram para a preocupação com os estudos da governança das corporações. Todo esse processo tem impactado e promovido mudanças nas legislações dos diversos países, os quais têm buscado estabelecer regras mais claras e transparentes como

forma de garantir maior proteção aos investidores e criar ambiente favorável ao alinhamento de interesses.

Silva e Leal (2007) ressaltam que o conceito de governança corporativa não se restringe apenas às empresas que possuem capital aberto e são listadas em bolsa, mas se aplica a todas as empresas que buscam uma relação de transparência e confiança com as partes com que mantêm algum relacionamento.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

A população desta pesquisa consiste nas empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA. A amostra é composta por empresas não financeiras que dispunham das informações contábeis e de mercado para mensuração das variáveis de pesquisa nos anos de 2008, 2009 e 2010 apresentadas a seguir. Na Tabela 1 apresenta-se a composição das empresas por setor econômico.

Setor de atividade	n.	Setor de atividade	n.
Agro e Pesca	1	Papel e Celulose	4
Alimentos e bebidas	7	Petróleo e gás	2
Comércio	8	Química	6
Construção	3	Siderurgia e Metalurgia	12
Eletroeletrônicos	2	Software e Dados	1
Energia elétrica	21	Telecomunicações	3
Máquinas industriais	1	Têxtil	15
Minerais não metálicos	1	Veículos	9
Outros	15		-

Tabela 1 – Amostra de empresa por setor. Classificação Econômica®

A amostra da pesquisa corresponde a 111 empresas divididas em 17 setores econômicos. Levando em conta que a pesquisa considera os anos de 2008, 2009 e 2010, tem-se o conjunto de 333 observações para todas as variáveis de pesquisa.

A coleta de dados considera informações de natureza primária e secundária. Os dados primários referem-se às informações necessárias para construção do índice amplo de governança corporativa (IGC). Os dados de 2008 foram coletados por meio do DIVEXT – sistema de divulgação de informações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para o ano de 2009, a fonte dos dados foram os Formulários de Referências (FR) individuais das empresas da amostra divulgados pela CVM. Para 2010, os dados têm como origem o software Empresas Net que também pertence ao sistema de divulgação de informações da CVM. A coleta de dados secundários deu-se a partir da base de dados Econômica®.

Para mensuração do nível de GC das empresas da amostra, foi utilizado o índice amplo proposto por Carvalho-da-Silva e Leal (2005). Nesse sentido, o nível das práticas de governança corporativa será avaliado a partir de constructos compostos por variáveis dicotômicas que se referem a presença ou ausência de atributos específicos de governança corporativa. O questionário proposto é apresentado no Quadro 1.

TRANSPARÊNCIA	
1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?
3	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO	
4	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?

5	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
6	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?
7	Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?
8	Há na companhia conselho fiscal permanente?
CONTROLE E CONDUTA	
9	O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
10	A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?
11	O índice de acionistas controladores de direitos de fluxos de caixa para direitos de voto é maior ou igual a 1?
12	O <i>free-float</i> da companhia é maior ou igual ao que é requerido pela bolsa de valores de São Paulo para o "Novo Mercado" (25%)?
DIREITOS DE ACIONISTAS	
13	O contrato social da companhia estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?
14	O contrato social da companhia concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?
15	A companhia concede direitos de concede <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?

Quadro 1 – Questionário proposto por Leal (2004).

Fonte: adaptado de Leal (2004).

A partir das respostas obtidas por meio da coleta de dados, foi possível calcular um *score* individual do IGC com variação possível entre 0 e 15 pontos. Para cada uma das perguntas, caso a empresa apresentasse o atributo de GC, recebeu “1 ponto” e “0 ponto” para o contrário. Desse modo, foi possível também transformar o *score* do IGC em coeficientes medidos por percentuais. No Brasil esta metodologia foi utilizada por Leal e Carvalho-da-Silva (2005), Santos e Leal (2007) e Silveira *et. al.* (2007), e em estudos internacionais por Kapler e Love (2002), Black, Jang e Kim (2005), Nobili (2006).

O Índice de Governança Corporativa (IGC) proposto Carvalho-da-Silva e Leal (2005) é composto por 04 constructos: Transparência, Controle e conduta, Composição e funcionamento e Direito de acionistas. Uma medida comumente usada para examinar o desempenho da confiabilidade para um conjunto de dois ou mais indicadores de constructos, é o alfa de Cronbach (HAIR *et al.*, 2005). Segundo estes autores, o objetivo do alfa de Cronbach é verificar se os indicadores individuais considerados em um instrumento de pesquisa são capazes de medir o mesmo constructo e, portanto intercorrelacionados. O resultado do alfa de cronbach pode variar entre 0 e 1. Quanto próximo de 1, maior o desempenho do constructo em termos de confiabilidade. Hair (1998) defende que o resultado de 0,7 é o mínimo ideal para pesquisas que não são exploratórias. A tabela 1 demonstra o resultado da aplicação da técnica para o instrumento de pesquisa utilizado para as empresas da amostra em cada ano de coleta.

Constructos	nº de variáveis	2008	2009	2010
Transparência	3	0,396	0,176	0,209
Composição e Funcionamento do conselho	5	0,371	0,223	0,405
Controle e Conduta	4	0,667	0,560	0,694
Direito de acionistas	3	0,907	0,830	0,861
Total de variáveis	15	-	-	-

Tabela 2 – Alfa de Cronbach para os constructos do IGC para o ano de 2009

Observa-se na Tabela 2 que dos quatro constructos do instrumento utilizado, somente o de Direito de acionistas apresenta resultado satisfatório com o resultado acima de 0,7 nos três anos de coleta. Desse modo, o resultado da aplicação da técnica para esta amostra, indica que Transparência, Composição e funcionamento do conselho e Controle e conduta, não apresentam indicadores correlacionados e que, portanto não medem os constructos propostos. Corrar (2009) defende que o Alfa de Cronbach é “frequentemente utilizado em pesquisas empíricas que envolvem testes com vários itens, que abrangem variáveis aleatórias latentes, por exemplo, a avaliação da qualidade de um questionário”. Assim, pode-se sugerir que o instrumento utilizado pode não representar adequadamente os níveis de governança corporativa das empresas da amostra.

No Quadro 2 apresentam-se as variáveis de pesquisas e respectivas definições operacionais. Considerado que o objetivo do presente estudo é verificar o reflexo de atributos de governança corporativa sobre o desempenho das empresas, a variável IGC é apresentada como independente e, portanto, como um fator explicativo para o desempenho médio das empresas da amostra.

Variáveis	Sigla da Variável	Tipo de variável	Relação esperada com o IGC	Metodologia de Cálculo	Definição constitutiva
Rentabilidade do Ativo	ROA	Dependente	+	$\frac{\textit{Lucro Líquido}}{\textit{Ativo Total}}$	Mensura a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa a partir do Lucro Líquido do exercício
Lucro Antes dos juros, impostos, depreciação e amortização	EBITDA	Dependente	+	$\frac{\textit{EBITDA}}{\textit{Ativo Total}}$	Evidencia o lucro da empresa, antes do desconto do imposto de renda, adicional do imposto de renda, contribuição social sobre o lucro líquido, juros, depreciação e amortização dividido pelo ativo da empresa, com o intuito de padronizar os resultados, independentemente do tamanho da empresa;
Q de Tobin	Q	Dependente	+	$\frac{\textit{AT} - \textit{PLC} - \textit{PLM}}{\textit{AT}}$	Esta variável é uma razão. Tem em seu numerador o valor contábil dos ativos (AT) menos o valor contábil do patrimônio líquido (PLC) mais o valor de mercado do patrimônio líquido (PLM).
Governança Corporativa	IGC	Independente		Ver item 3.2	Índice amplo de mensuração do score de Governança corporativa. Aos objetivos propostos pelo trabalho será apresentado na forma de <i>Rating</i> e em níveis percentuais
Alavancagem	ALAV	Variável de Controle/Variável independente		$\frac{\textit{ECP} + \textit{ELP}}{\textit{AT}}$	Constitui-se em uma razão. O numerador é formado pela soma do exigível de curto (ECP) e longo prazos (ELP). Tem em seu denominador o valor contábil do ativo total (AT).
Tamanho	TAM	Variável de Controle/Variável independente		$\textit{Ln(AT)}$	Variável utilizada como proxy de tamanho. É medida por meio da obtenção do logaritmo natural do valor contábil do ativo total (AT)

Quadro 2 – Definição constitutiva e operacional das variáveis de desempenho.

Como variáveis de desempenho foram selecionados o retorno sobre os ativos, o lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização e o Q de Tobin, cujas justificativas para utilização destas variáveis de desempenho são apresentadas no Quadro 3.

VARIÁVEIS	JUSTIFICATIVAS
ROA	Assaf Neto (2003) explica que o retorno sobre o ativo (ROA) constitui um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa. Os trabalhos de Kappler e Love (2002), Dalton e Daily (1999), Malieni (2003), Gotardelo (2006) e Almeida <i>et. al.</i> (2009) utilizaram o ROA como variável independente em relação aos índices de GC.
EBITDA	Silveira (2004), Okimura (2003) e Gotardelo (2006) utilizaram o EBITDA como variável dependente, para medir correlação com índices de GC. Silveira (2004) menciona que a relação EBITDA e nível de GC, apontou relação positiva, sugerindo que as empresas com melhor EBITDA adotam melhores práticas de governança.
Q de Tobin	Famá e Barros (2000) definem q de Tobin como uma relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos ativos fixos desta. Assim, baseado no trabalho de Leal (2004) que encontrou relação positiva entre nível de GC e Q de Tobin, opta-se por utilizar este indicador.
IGC	Baseando-se nos trabalhos de Black (2001), Kapler e Love (2002), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Beiner <i>et. al.</i> (2003), Drobetz, Gugler e Hirschvogel (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Nobili (2006), Santos e Leal (2007), Silveira <i>et. al.</i> (2007) e Almeida <i>et. al.</i> (2009), opta-se por utilizar o IGC como forma para mensurar o nível de GC das empresas estudadas.
ALAV	Black, Jang e Kim (2003), Brown e Caylor (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) sustentam que existe uma relação positiva entre alavancagem e nível de GC. Neste contexto, Cho e Kim (2003) afirmam que empresa altamente alavancadas podem ser pressionadas por seus investidores a aumentar seus níveis de GC. Assim, justifica-se o uso da alavancagem como variáveis de controle.
TAM	Empresas maiores, para Black, Jang e Kim (2003) e Brown e Caylor (2004) tendem a apresentar maiores níveis de GC. Uma explicação para o fato se dá no custo para implantação da GC ser alto, e empresas maiores possuem mais recursos para tal fato. (ALMEIDA, 2005).

Quadro 3 – Justificativa do uso das variáveis.

Adicionalmente, como mecanismo de controle, foram incluídas as variáveis alavancagem e tamanho da empresa que, embora não tenham sido examinadas como variáveis explicativas ou explicadas pelo nível de governança corporativa, tem características comumente exploradas em estudos sobre este temática.

Com o objetivo de evidenciar o reflexo do conjunto de atributos de governança corporativa sobre as variáveis selecionadas, serão utilizados os modelos estatísticos a seguir. A relação esperada para cada variável está apresentada no quadro 2 e será obtida por meio da aplicação da técnica de regressão com dados em painel, pois nesta análise há a combinação do componente transversal, representado pelas 111 empresas amostradas, e o componente temporal já o que período de análise é de 3 anos (ADKINS, 2010).

$$\left\{ \begin{array}{l} ROA_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1) \\ EBITDA_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2) \\ Q_{it} = \beta_{1it} + \beta_2 IGC_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3) \end{array} \right.$$

Na equação 1 busca-se verificar os efeitos de atributos de governança sobre a rentabilidade do ativo total levando em conta as variáveis de controle tamanho e alavancagem. Na equação 2, a regressão é computada considerando como variável dependente de desempenho o Ebitda. Em seguida, o mesmo vetor de variáveis independentes é regredido em relação a variável Q de Tobin. Em pesquisa que utilizou formas funcionais semelhantes, Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) consideraram o ROA como sendo a razão entre o Ebitda e o ativo total. Na presente pesquisa, o ROA é reapresentado pela razão entre o lucro líquido anual e o ativo total. Adicionalmente, o efeito de atributos de governança também é examinado sobre a variável Ebitda.

O desenvolvimento de modelos de regressão com dados em painel, segundo Gujarati (2004) e Adkins (2010) pode ocorrer das seguintes formas: i) *pooled*: neste modelo o conjunto de dados não considera possíveis diferenças de comportamento nas unidades transversais (empresas da amostra) Operacionalmente os resultados alcançados pelo modelo de regressão tipo *pooled* são os mesmos da estimação pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). ii) efeitos fixos: Neste modelo é verificado se existem diferenças significativas no comportamento das empresas ao longo da série de tempo; iii) efeitos aleatórios: a abordagem de efeitos aleatórios trata as diferenças individuais como sendo aleatoriamente associadas às observações da amostra. Ao invés de estimar os parâmetros como foi feito na abordagem de efeitos fixos, neste caso eles são incorporados em um modelo que de erro que possui características específicas.

Considerando que a amostra compreende 111 empresas num período de 3 anos, verificou-se inicialmente qual a melhor abordagem para representação dos dados podendo ser a forma *pooled*, painel de efeitos fixos ou efeitos aleatórios por meio do teste Breusch-Pagan. Para identificar qual a forma adequada de representação, verifica-se se as unidades de corte transversal (empresas da amostra) têm interceptos diferentes uma das outras. A hipótese nula do teste é de que as empresas da amostra têm coeficientes angulares (ou intercepto) iguais, o que indicaria a utilização da abordagem *pooled*. Os resultados do teste de hipótese de diferença de interceptos para as equações 1, 2 e 3 são apresentados na Tabela 3.

Nº de empresas	Equação	Cumprimento da série	Observações	Estatística Teste	Significância
111	1	3	333	0,7618	0,9450
111	2			0,8488	0,8320
111	3			1,1354	0,2146

Tabela 3 – Teste para diferenciação de interceptos: Teste Breusch-Pagan

Mediante os resultados descritos na tabela 3 de não significância obtida da aplicação do teste de Breusch-Pagan, observa-se que a abordagem adequada para representação do conjunto de dados da amostra é a forma *pooled* para as três equações apresentadas.

#### 4 DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

Esta secção contempla a apresentação e descrição dos achados da pesquisa, e encontra-se dividida em duas partes. A primeira contempla a apresentação das estatísticas descritivas dos resultados obtidos, enquanto a segunda ilustra a análise multivariada das variáveis de pesquisa.

#### 4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Na Tabela 4 ilustram-se as estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa. O objetivo desta etapa baseia-se em analisar as medidas de tendência destas variáveis.

Ano de 2008	Q	EBITDA	ROA	IGC	TAM	ALAV
Média	1,28	0,15	0,04	0,44	13,90	0,72
Mediana	1,07	0,14	0,05	0,40	14,03	0,62
Desvio Padrão	0,79	0,12	0,14	0,22	1,80	0,66
Máximo	6,46	0,50	0,35	0,93	19,56	6,38
Mínimo	0,31	-0,32	-0,89	0,00	8,95	0,15
Coefficiente de Variação	0,62	0,77	3,90	0,50	0,13	0,92

  

Ano de 2009	Q	EBITDA	ROA	IGC	TAM	ALAV
Média	1,50	0,14	0,07	0,48	13,96	0,68
Mediana	1,30	0,13	0,05	0,47	14,04	0,60
Desvio Padrão	0,95	0,21	0,16	0,21	1,81	0,54
Máximo	6,26	1,73	0,87	0,93	19,57	4,76
Mínimo	0,23	-0,70	-0,65	0,13	8,90	0,12
Coefficiente de Variação	0,64	1,51	2,30	0,43	0,13	0,80

  

Ano de 2010	Q	EBITDA	ROA	IGC	TAM	ALAV
Média	1,56	0,14	0,06	0,49	14,19	0,60
Mediana	1,31	0,12	0,05	0,47	14,27	0,56
Desvio Padrão	0,99	0,14	0,11	0,21	1,74	0,29
Máximo	5,37	1,21	0,83	0,93	19,96	2,23
Mínimo	0,25	-0,15	-0,25	0,07	10,08	0,14
Coefficiente de Variação	0,63	1,03	1,91	0,43	0,12	0,49

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis de pesquisa

Observa-se que a variável de desempenho Q de Tobin apresenta estabilidade tanto em termos de média, desvio padrão quanto nas observações mínimas e máximas. Este desempenho é confirmado por meio do coeficiente de variação nos anos de 2008, 2009 e 2010 com 0,62, 0,64 e 0,63, respectivamente. Levando, em conta que esta variável tem objetivo de estabelecer uma razão para valoração de empresas, estes resultados indicam oscilações moderadas para esta amostra nos três anos de análise. Levando a possibilidade de comparação permitida pelo coeficiente de variação, observa-se que as variáveis EBITDA e ROA apresentam oscilações mais representativas que a variável Q de Tobin. Esta diferença de oscilação pode ser explicada pelo fato de que esta variável de desempenho é um composto de variáveis contábeis e de mercado, diferente das primeiras que são exclusivamente contábeis e, portanto mais expostas aos efeitos decorrentes de escolhas contábeis que definem as políticas financeiras das empresas da amostra.

Observa-se ainda, que a média do Índice de Governança Corporativa (IGC) é de 0,44, 0,48 e 0,49 para 2008, 2009 e 2010, respectivamente. Esta média foi obtida dividindo-se o número de questões com resposta com 1 ponto pelo total de questões como apresentado na seção 3. Neste sentido, em média, pode-se observar evolução do índice do IGC para a amostra de pesquisa. Este comportamento pode indicar que ao longo do período de análise houve evolução, em termos de adesão das empresas, a atributos de governança corporativa utilizados no instrumento de pesquisa. Na Tabela 5 complementa a análise descritiva da tabela

porque, semelhante a Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), estabelece um ranking a partir da pontual obtida por cada empresa.

Classificações	IGC	2008	%	2009	%	2010	%
“Alta” governança	15	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	14	2	1,80%	2	1,80%	2	1,80%
	13	6	5,41%	6	5,41%	6	5,41%
	12	4	3,60%	7	6,31%	8	7,21%
	11	6	5,41%	6	5,41%	7	6,31%
	10	7	6,31%	7	6,31%	3	2,70%
			22,52%		25,23%		23,42%
“Média” Governança	9	3	2,70%	9	8,11%	7	6,31%
	8	7	6,31%	4	3,60%	16	14,41%
	7	5	4,50%	19	17,12%	12	10,81%
	6	22	19,82%	16	14,41%	15	13,51%
	5	20	18,02%	13	11,71%	13	11,71%
			51,35%		54,95%		56,76%
“Fraca” Governança	4	12	10,81%	12	10,81%	9	8,11%
	3	10	9,01%	5	4,50%	9	8,11%
	2	3	2,70%	5	4,50%	2	1,80%
	1	2	1,80%	0	0,00%	2	1,80%
	0	2	1,80%	0	0,00%	0	0,00%
		111	26,13%	111	19,82%	111	19,82%

Tabela 5 – Estatística descritiva dos grupos do IGC.

Semelhante à metodologia implementada por Carvalhal-da-Silva (2005), empresas que obtiveram pontuação maior ou igual a 10 são consideradas de “alto” nível de governança corporativa. Embora mediante amostra potencialmente diferente daquela utilizada pelo autor e também o período de comparação ser outro, na presente pesquisa nos anos de 2008, 2009 e 2009 foram observados 22,52%, 25,23% e 23,42%, respectivamente, de empresas com nível “alto” de governança corporativa. Estes resultados são diferentes daqueles observados na pesquisa publicada em 2005, com 2,29%, 3,05% e 3,82% em 2000, 2001 e 2002, respectivamente. Já a média de empresas classificadas como “fraca” governança ficou em 22%, o que não indica uma diferença representativa em relação a pesquisa anterior que teve média 26%. Na Tabela 6 são apresentados os resultados das respostas em que a presença do atributo de GC foi observada nas empresas da amostra.

	2008	2009	2010
Demonstrações financeiras divulgadas no período requerido	80,18%	94,59%	83,78%
Utilização de padrões internacionais de contabilidade	63,96%	57,66%	97,30%
Auditoria de empresas globais	64,86%	61,26%	62,16%
Dualidade do diretor presidente e presidente do Conselho de administração	65,77%	72,97%	63,06%
Independência do conselho de administração	30,63%	12,61%	24,32%
Tamanho do conselho	79,28%	75,68%	77,48%
Mandato de um ano do conselho de administração	21,62%	32,43%	30,63%
Conselho fiscal permanente	24,32%	35,14%	37,84%
Acionistas controladores com menos de 50% de ações com direito a voto	23,42%	30,63%	30,63%
Capital votante maior que 80%	36,04%	36,94%	39,64%

Índice de Fluxo de caixa/voto maior que 1	39,64%	65,77%	51,35%
Free-float maior que 25% das ações	46,85%	61,26%	40,54%
Câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos	27,03%	38,74%	27,03%
Direitos adicionais ao que é requerido por Lei.	25,23%	24,32%	33,33%
Tag Along além do que é requerido por Lei	25,23%	26,13%	28,83%

Tabela 6 – Resultado das respostas do IGC.

No que se refere às práticas relacionadas à divulgação de demonstrações financeiras e adoção de práticas internacionais de contabilidade, pode-se observar que, em média, mais de 80% das empresas da amostra divulgaram suas demonstrações financeiras e mais de 72% utilizam métodos internacionais de contabilidade. No que se refere à adoção de padrões internacionais de contabilidade, o alto percentual obtido em 2010 na pergunta que se refere à adesão a métodos internacionais de contabilidade é explicado pela Instrução 457 de 2007 da Comissão de Valores Mobiliários que obrigou todas as empresas de capital aberto a elaborar suas demonstrações contábeis no Padrão IFRS (*Internacional Financial Reporting Standards*). Diante disto, a partir do exercício de 2010, o alinhamento a padrões internacionais de contabilidade deixa de ser um atributo de Governança Corporativa capaz de diferenciar empresas, já que a adesão ao padrão IFRS passa a ser regulamento por Lei.

Adicionalmente, mais da metade das empresas são auditadas por uma das *Big4* de auditoria (PriceWaterHouseCoopers, Deloitte, KPMG e Ernest Young). Informações sobre a remuneração de membros da Diretoria ou do Conselho de Administração estão disponíveis nos sistemas de informação da CVM na forma de montantes ou médias, e não individualizadas. Diante desta limitação, a totalidade das empresas da amostra ficou com “não” neste questionamento já que não é possível verificar a remuneração do Diretor Geral ou Presidente do Conselho de Administração das companhias da amostra. Sobre a frequência de pareceres de auditoria sem ressalvas, observa-se queda ao longo dos três anos sendo em 2010 o menor número, em que mais de 20% das empresas da amostra tiveram ressalvas em seus pareceres. Esta pesquisa não tem como proposta analisar a variável “pareceres de auditoria” no contexto de Governança Corporativa. Entretanto, pode-se conjecturar que esta redução no número de empresas com pareceres sem ressalva em 2010, pode estar associada à adequação de políticas contábeis das companhias aos padrões internacionais de contabilidade.

Na Tabela 7 são apresentadas as correlações entre as variáveis de pesquisa. De forma isolada, é possível observar que a relação do Índice de Governança Corporativa (IGC) e as variáveis de desempenho Q de Tobin, EBITDA e ROA é positiva, indicando que a associação do IGC e o desempenho das empresas da amostra tem a mesma direção. Entretanto, esta relação é significativa, sob ponto de vista estatístico, somente entre o IGC e o Q de Tobin (ao nível de 10%) e o IGC e o ROA (também ao nível de 10%).

Indicadores/Sig	Q	EBITDA	ROA	IGC	TAM	ALAV
<b>Q</b>	1	,139	-,030	,098	-,111	,368***
Sig.		,011**	,585	,075*	,043**	,000
<b>EBITDA</b>	,139	1	,794***	,077	,161	,093*
Sig.	,011**		,000	,160	,003***	,090
<b>ROA</b>	-,030	,794***	1	,098	,201	-,318
Sig.	,585	,000		,073*	,000***	,000***
<b>IGC</b>	,098	,077	,098*	1	,307	-,084
Sig.	,075*	,160	,073		,000***	,126
<b>TAM</b>	-,111	,161	,201***	,307	1	-,269
Sig.	,043**	,003***	,000	,000***		,000***
<b>ALAV</b>	,368***	,093	-,318*	-,084	-,269***	1
Sig.	,000	,090*	,000	,126	,000	

Tabela 7 – Correlações entre as variáveis da pesquisa

\*\*\*, \*\* e \* significativos em 1%, 5% e 10%

Embora a análise bivariada permita compreender a associação entre as variáveis em estudo, não é possível fazer inferências sobre relações de causa. O objetivo deste trabalho é examinar o efeito dos atributos de GC sobre variáveis de desempenho, daí a necessidade de proceder a análise multivariada mediante utilização das formas funcionais apresentadas na seção 3.5.

#### 4.2 ANÁLISE MULTIVARIADA DAS VARIÁVEIS DE PESQUISA

Conforme já demonstrado, a melhor forma de representação dos dados foi por meio da regressão múltipla com dados em painel na forma *pooled*. Além disso, espera-se que a variável IGC exerça influência significativa sobre o desempenho das empresas visualizados por meio das variáveis selecionadas. Na Tabela 8 são apresentados os coeficientes do IGC como variável explicativa das variáveis de desempenho da pesquisa.

Variáveis independentes	Variáveis dependentes		
	Q	ROA	EBITDA
IGC	0,6135***	0,0260	0,0234
ALAV	0,6867***	-0,07538***	0,0451***
TAM	-0,0350	0,00870**	0,0172***
ROA	0,6250*		
EBITDA	-		
Intercepto	1,1581***	-0,0293	-0,1399*
Teste F	15,91***	14,54***	5,375***
R <sup>2</sup>	16,25%	11,70%	4,67%

Tabela 8 – Análise multivariada da variáveis de pesquisa

\*\*\*, \*\* e \* significativos em 1%, 5% e 10%

Considerado a equação 1 que tem como variável dependente o Q de Tobin, a tabela 7 mostra que o coeficiente da variável IGC é positivo e significativo ao nível de 1%. Para este modelo, é possível afirmar que atributos de governança corporativa podem exercer influência relevante sobre a valoração da empresa para o período de pesquisa. Em pesquisa que utilizou forma funcional relevante, Carvalhal-da-Silva (2005) abordaram esta relação na forma de efeitos fixos e aleatórios e, apesar de ter-se verificado relação positiva, o coeficiente do IGC não mostrou-se estatisticamente significativo como fator explicativo do Q de Tobin. Para as equações 2 e 3 que tem como variáveis dependentes o ROA e o EBITDA, embora os sinais obtidos para a variável IGC sejam positivos, eles não são estatisticamente significativos.

Este resultado pode indicar que, para esta amostra e no período de análise, atributos de governança corporativa não são refletidos em variáveis de desempenho de natureza contábil. Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) também abordaram o EBITDA como variável explicada pela governança corporativa e encontraram resultados semelhantes a este. Embora seja possível observar semelhanças entre os resultados desta pesquisa e os da pesquisa daqueles autores, existem-se indícios de que a ausência de influência significativa de atributos de governança não esteja associada a presença de grandes empresas na amostra (CARVALHAL-DA-SILVA e LEAL, 2005), mas sim a inconsistência dos indicadores que foram selecionados para formar os constructos de Transparência, Controle e Conduta e Composição e funcionamento do conselho de Administração.

## 5 CONCLUSÕES

Defende-se que parte do crescimento da economia brasileira depende do desenvolvimento das empresas de capital aberto com ações listadas na BMF&BOVESPA. Por sua vez, argumenta-se que este aspecto evolutivo da economia pode ser influenciado pela presença de atributos empresariais de Governança Corporativa ligados a Transparência, Equidade, prestação de contas (*Accountability*) e responsabilidade corporativa. Desse modo, indicadores de desempenho econômico-financeiro e de valoração de empresas, estariam positivamente associados a implementação destes mecanismos. A partir disto, este estudo teve como objetivo verificar a influência de atributos de Governança Corporativa (GC) sobre variáveis contábeis e de mercado.

Como aproximação para GC, utilizou-se o índice amplo proposto por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) que contém 15 perguntas de presença (ou ausência) de atributos de GC divididas nos constructos de Transparência, Controle e conduta, Composição e funcionamento do conselho de administração e Direito de acionistas (IGC). Como variáveis explicadas a partir do IGC, utilizou-se o Q de Tobin, o ROA e o EBITDA. Uma contribuição trazida por este estudo foi a evidência do resultado do teste de confiabilidade do instrumento de pesquisa utilizado para estabelecer um *score* para a Governança Corporativa das empresas da amostra. A partir dos parâmetros considerados aceitáveis pela literatura, os indicadores que se mostraram suficientes para formar um constructo, são aqueles relacionados a Direito de Acionistas com o resultado do Alfa de Cronbach em torno de 0,850.

Os resultados apresentados neste trabalho não apresentam indícios de que a amostra esteja enviesada em favor de grandes empresas, mas sim o instrumento de pesquisa utilizado como aproximação de Governança Corporativa. Isto é afirmado a partir dos resultados obtidos no exame de confiabilidade que demonstrou que os constructos de Transparência, Controle e conduta e Composição e funcionamento do conselho de administração terem apresentados resultados individuais do alfa de Cronbach abaixo do que é aceito pela literatura. Diante da evidência de potencial viés deste instrumento, pode-se defender que os resultados divergentes das pesquisas nacionais em relação às internacionais estejam ligados a necessidade de validação de instrumentos de pesquisas que sejam capazes de captar o efeito dos atributos de governança sobre o desempenho das empresas brasileiras.

Deve-se levar em conta que não foi possível a amostra utilizada nesta pesquisa ser medida com o rigor metodológico para ser considerada como sendo probabilística. Assim sendo, não é possível fazer generalizações dos resultados observados, para todas as empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA, o que constitui uma limitação para a pesquisa. Considerando o destaque desta temática de pesquisa no meio acadêmico e profissional, recomenda-se como estudos futuros, o desenvolvimento de instrumentos de pesquisas que apresentem maior diversificação dos indicadores formam constructos de Governança Corporativa de empresas brasileiras.

## REFERÊNCIAS

ADKINS, Lee C., **Using Gretl for Principles of Econometrics**. Disponível em: <http://www.learneconometrics.com/gretl/ebook.pdf>. Acesso em: 01.09.2011.

ALMEIDA, Moisés Araujo. **Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 1 ed. Editora Atlas, São Paulo: 2003.

BEINER, S.; DROBETZ, W; SCHMID, M.; ZIMMERMAN, H. **An Integrated Framework os Corporate Governance and Firm Valuation – Evidence From Switzerland**. Working Paper 09-03, WWZ, 2003.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: MacMillan, 1932.

BLACK, Bernard, JANG, Hasung, KIM, Woochan. Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, Fall, 2006

BLACK, Bernard. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, v. 2, p. 89-108, 2001.

CADBURY Report. **London Stock Exchange**, 1992. Disponível em: <[http://www.ecgi.org/codes/country\\_pages/codes\\_uk.htm](http://www.ecgi.org/codes/country_pages/codes_uk.htm)>. Acesso em Setembro/2011.

CARVALHAL-DA-SILVA, André; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Ownership, Control Valuation and Performance of Brazilian Corporation. **Virtus Enterpress**. v. 4, n. 1, p. 300-308, Fall, 2005.

CORRAR, Luiz João; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria; RODRIGUES, Adriano. **Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 2009.

COSTA, Gustavo da Silva. **A Influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

DROBETZ, W.; GUGLER, K.; HIRSCHVOGL, S. **The Determinants of German Corporate Governance Rating**. 2004.

FAMÁ, Rubens, BARROS, Lucas Ayres B. C. *Q* de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 07, n. 4, outubro/dezembro 2000.

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal os Economics*. v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GOTARDELO, Davi Riani. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: Uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006

GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier, 2ª tiragem, 2006.

HAIR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise Multivariada de Dados**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

JENSEN, Michael, MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, October, 1976.

KAPLER, Leora, LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper** n. 2818, April, 2002.

LEAL, Ricardo. P., CARVALHAL-DA-SILVA, André L. Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile), Inter-American Development Bank, **Latin American Research Network, Research Network Working Paper #R-514**, 2005.

LEAL, Ricardo. P., Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração de Empresas da USP – RAUSP**, v. 39, n.4, p. 327-337, 2004.

LOPES; Aleksandro Broedel. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomsom Learning, 2002

NOBILI, Carolina Brandão. **Governança Corporativa e Retornos Esperados no Mercado Acionário Brasileiro: Uma Extensão do Modelo de Três Fatores de Famá e French**. Dissertação de Mestrado (Administração), COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

SANTOS, José Florêncio; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Práticas de Governança em Empresas Familiares Não-Listadas de Capital Aberto. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 7, 2007, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2007.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997

SILVA, André Luiz Carvalhal; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**. São Paulo. v. 3, n.. 1, p. 1–18. 2005.

SILVA, Marcelo Castro Domingos. **A adesão de boas práticas de governança corporativa e seus impactos sobre a avaliação financeiras das companhias abertas**. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2009

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli, LEAL, Ricardo Pereira Câmara, CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz, BARROS, Lucas Ayres. **Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil**. June, 2007.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (doutorado) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.