

ÁREA TEMÁTICA: CONTABILIDADE E CONTROLADORIA

# Determinantes da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto que Possuem Investimentos Públicos

*Quality Determinants of Corporate Governance Practices of Brazilian Companies of Traded That Have Public Investment*

*Determinantes de la Calidad de las Prácticas de Gestión Corporativa de las Empresas Brasileñas de Capital Abierto con Inversiones Públicas*

Moisés Araújo Almeida<sup>1</sup>

Joséte Florêncio dos Santos<sup>2</sup>

Lúcio Flávio Vieira de Medeiros Ferreira<sup>3</sup>

Fernando José Vieira Torres<sup>4</sup>

Recebido em 15 de abril de 2010 / Aprovado em 20 de dezembro de 2010

Editor Responsável: João Maurício Gama Boaventura, Dr.

Processo de Avaliação: *Double Blind Review*

## RESUMO

A adoção das boas práticas de governança corporativa abre espaço para uma gestão mais transparente, diminuindo a assimetria de informações e o conflito de agência. O objetivo do artigo é investigar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimento público. A amostra da pesquisa é formada por 35 empresas públicas brasileiras de capital aberto para o ano de 2005 e por 34 empresas para o ano de 2006, com informações públicas disponibilizadas pela CVM.

Utilizaram-se técnicas econométricas de regressão linear múltipla, com aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários. Os resultados mostraram que a maior parte das empresas analisadas apresentam um nível de governança acima da média da amostra. Também foi evidenciado que maior concentração de ações de controle nas mãos de um único acionista influencia positivamente o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa, e que alavancagem, tangibilidade, crescimento e idade impactam negativamente sobre as práticas de governança das empresas analisadas.

1. Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Pernambuco - UFPE. Professor da Universidade Federal de Sergipe - UFSE. [moisesaraujoalmeida@yahoo.com.br]

2. Doutora em Administração pela Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ. Professora da Universidade Federal de Pernambuco - UFPE. [jfs@ufpe.br]

3. Graduado em Administração pela Universidade Federal de Pernambuco - UFPE. [lucio@mail.com]

4. Mestre em Administração pela Universidade Federal de Pernambuco. Professor da Universidade Federal da Paraíba - UFPB. [fjtorres@hotmail.com]

Endereço dos autores: Rua Prof. Moraes Rego, 1235 - Cidade Universitária, Recife - PE Cep. 50670-901 - Brasil

**Palavras-chave:** Governança corporativa. Empresas de capital aberto. Investimento público.

## ABSTRACT

The adoption of good practices of corporate governance allows transparent management, diminishing the asymmetry of information and the agency conflict. This article investigates the determinants of the corporate governance quality on Brazilian companies with public investment. The sample of the research was constituted by 35 firms for the year 2005 and 34 firms for the year 2006, with public information available on CVM database. It was used econometric techniques of multiple linear regression with application of the ordinary least squares. The results show that the major part of the analyzed companies presents levels of governance above the average. Also, it is evidenced that the greater ownership concentration in the hands of a single shareholder influences positively the corporate governance index, as well as the leverage, tangibility, growth and age, impact negatively on the quality of governance practices.

**Key words:** Corporate governance. Public companies. Public investment.

## RESUMEN

La adopción de buenas prácticas de gestión corporativa abre espacio para una administración más transparente, disminuye la asimetría de las informaciones y el conflicto de agencia. El objetivo del artículo es el de investigar los determinantes de la calidad de las prácticas de gestión corporativa de las empresas brasileñas de capital abierto que realizan inversiones públicas. La muestra de la investigación está formada por 35 empresas públicas brasileñas de capital abierto para el año 2005 y por 34 empresas para el año 2006, con informaciones públicas disponibles en la CVM. Se utilizaron técnicas econométricas de regresión lineal múltiple y se aplicó el método de los mínimos cuadrados ordinarios. Los resultados demostraron que la mayor parte de las empresas analizadas presentan un nivel de gestión superior al de la media de la

muestra. También fue evidente que una mayor concentración de acciones de control en manos de un único accionista influye positivamente sobre el indicador de calidad de las prácticas de gestión corporativa; y que apalancamiento, tangibilidad, crecimiento y edad tienen impacto negativo sobre las prácticas de gestión de las empresas analizadas.

**Palabras clave:** Gestión corporativa. Empresas de capital abierto. Inversión pública.

## 1 INTRODUÇÃO

A separação entre propriedade e controle das modernas corporações ganha importância nas discussões sobre governança corporativa com o trabalho de Berle e Means (1932), e, mais tarde, com trabalho de Jensen e Meckling (1976), que apresentam o escopo teórico sobre a relação da agência. A teoria da agência lida com os problemas que surgem com essa separação entre propriedade e controle, devido às diferenças de motivação e objetivos, assimetria de informação e preferências de risco que existem entre principal (proprietário e/ou acionistas) e os agentes (gestores). Na relação de agência, os interesses e motivações entre o principal e os agentes podem ser convergentes ou divergentes. No primeiro caso, há o alinhamento de interesses e ambos buscam um objetivo comum, enquanto que, no segundo caso, as divergências de interesses causarão conflitos que deverão ser regulados pelo principal. A falta de empenho por parte dos agentes para agir em favor dos melhores interesses do principal é um problema que pode prejudicar a eficácia da governança corporativa.

A expressão governança corporativa identifica, em sentido amplo, o estudo do governo da empresa e da estrutura societária de qualquer sociedade. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2002), a governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como, investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. Nobili (2006) esclarece que um sistema de governança corporativa engloba normas

formais e informais, assim como práticas aceitas e mecanismos de fiscalização que devem ser adotados pelas empresas que desejem ser consideradas idôneas e transparentes pelo mercado. Santos (2005) ressalta 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.

A separação de propriedade e controle entre principal e agentes, por sua vez, demandou também novos mecanismos de monitoramento. Para uma boa aplicação da governança corporativa em uma organização, faz-se necessário constituir um sólido sistema administrativo que trabalhe em virtude do alinhamento dos interesses desses atores. Para a CVM (2002), a adoção de boas práticas de governança corporativa comumente significa a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei, ou pela regulamentação da própria CVM, muito embora não seja uma norma cujo descumprimento seja passível de punição para a empresa. A possibilidade de existência de possíveis conflitos de agência faz com que os investidores sejam mais cautelosos na aplicação dos recursos e busquem empresas que tenham melhores práticas de governança corporativa, para que não sejam expropriados pelos gestores e acionistas controladores. De acordo com Ariff, Ibrahim e Othman (2007), além das informações sobre a saúde financeira e o desempenho das companhias, os investidores também precisam saber como essas companhias estão sendo administradas. Segundo eles, a qualidade das práticas de governança corporativa é vista como uma fonte de informação que fornece um critério adicional para a tomada de decisão. A CVM (2002) esclarece que, para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. Assim, pode-se dizer que a governança corporativa contribui para o fortalecimento do mercado acionário uma vez que busca minimizar os potenciais problemas existentes entre acionistas e gestores.

Entretanto, fatos mais recentes têm despertado o interesse por esse assunto, pois estão relacionados às mudanças ocorridas no cenário mundial, em função dos escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos, principalmente no mercado norte-americano. 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. Os principais códigos de boas práticas de governança nacionais e internacionais afirmam que os princípios fundamentais da boa governança corporativa estão apoiados em: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*), cumprimento das leis (*compliance*) e ética (*ethics*), tendo como pilares básicos à propriedade (acionistas), o Conselho de Administração, a Diretoria Executiva e a Auditoria Independente (IBGC, 2004).

Muitos países desenvolveram códigos de melhores práticas de governança corporativa. No Brasil, diversas ações foram desencadeadas no sentido de incentivar as empresas a adotarem melhores práticas de governança, nos últimos anos. No final de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo criou três segmentos de mercado, aos quais as empresas podem aderir espontaneamente, com regras progressivamente mais severas de governança corporativa (BOVESPA, [2007]). A CVM (2002) divulgou uma cartilha com recomendações de boas práticas de governança corporativa. O objetivo é que as empresas incluam nas suas informações anuais o nível de adesão às recomendações da cartilha, nas quais elas poderão indicar se estão adotando ou não as práticas recomendadas. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2004), as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade.

Segundo Ruediger (2002), os governos de todos os países, independente de seu tamanho e seu nível de desenvolvimento político, econômico e social, procuram por meio de variadas maneiras adaptarem-se a uma nova realidade que parece exigir Estados mais flexíveis, menos extravagantes em gastos, mais eficientes, menos interventores

nos mecanismos de mercado, mais “enxutos” e responsáveis. Lester et al. (2006) ressaltam que os recentes casos de corrupção e fraude em algumas instituições públicas, resultaram na erosão da credibilidade deste setor perante a sociedade. Nesse sentido, os Estados expõem a necessidade de mudanças em suas estratégias e nas formas de gestão dos recursos públicos. Para Streit e Klering (2004), uma boa governança contribui para o desenvolvimento de melhores políticas e estratégias públicas, constitui fonte de vantagem competitiva e desempenha importante papel para o desenvolvimento econômico e social. Peres (2007), discutindo sobre a economia dos custos de transação aplicada ao setor público, chega à conclusão de que faz-se necessário o estabelecimento de mecanismos externos de incentivo e supervisão para se obter uma boa gestão pública.

Esses pontos se inserem no contexto da reforma do Estado, em que visam a priorizar a eficiência econômica, a redução de pessoal, as políticas de responsabilidade e informação, a maximização da relação custo/serviço, a simplificação dos procedimentos e a adoção, no setor estatal, de procedimentos e modos de gerenciar típicos do setor privado (RUEDIGER, 2002).

Isto reforça a necessidade de uma maior transparência da gestão pública, sendo relevantes estudos sobre as práticas e procedimentos envolvidos no gerenciamento dos recursos públicos, em especial quando se trata do Estado enquanto investidor. Torna-se importante verificar quais são os fatores que levam as empresas a se preocuparem em melhorar a qualidade de suas práticas de governança. A presente pesquisa tem como objetivo investigar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimento público. Para esta pesquisa, as empresas foram classificadas segundo o tipo de acionista controlador, considerando a estrutura indireta de controle, a fim de identificar os respectivos proprietários em última instância, sendo consideradas empresas que possuem investimento públicos aquelas em que o governo é o maior acionista – possui maior quantidade de ações ordinárias, ou seja, empresas cujo controle

pertence à União, aos Estados, ao Distrito Federal ou aos Municípios.

Nesse sentido, esse estudo contribui para a literatura sobre governança corporativa, visto que ainda são poucas as pesquisas sobre as empresas brasileiras de capital aberto que contam com investimento público, e que busquem identificar as possíveis variáveis que influenciam a qualidade das práticas de governança corporativa dessas organizações. A pesquisa proposta será também uma contribuição para a discussão do tema no Brasil, haja vista a importância que a governança vem assumindo no ambiente acadêmico e empresarial.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Teoria da agência

A transformação das pequenas empresas privadas, de propriedade individual e não dissociada do controle, em grandes corporações, do tipo sociedade anônima, de propriedade pulverizada, dispersa e total ou parcialmente dissociada do controle, ocorrida nos Estados Unidos foi estudada por Berle e Means (1932). No trabalho intitulado de *The Modern Corporation and Private Property*, tais autores enfocaram os aspectos relacionais da propriedade e do controle. As bases da teoria apresentadas por eles caracterizam a relação de agência entre um mandatário (principal) e um ou mais agentes, investidos de poderes para representar os interesses e tomar decisões em nome do principal.

A partir do momento em que ocorre a separação entre a propriedade e o controle das organizações, surgem os chamados problemas de agência. No artigo seminal intitulado *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, Jensen e Meckling (1976) apresentam o escopo teórico sobre a teoria da agência e defendem que os problemas de agência surgem com essa separação entre propriedade e controle, devido às diferenças de motivação e objetivos, assimetria de informação e preferências de risco que existem entre os proprietários e os gestores. Conforme estes autores, a teoria de agência pode ser enten-

didada como um conjunto de contratos explícitos e implícitos, segundo os pressupostos da maximização de utilidade pelos agentes e da separação entre propriedade e controle nas corporações. Para eles, os contratos não deveriam se restringir às atividades produtivas, mas serem aplicados à regulação de todos os relacionamentos essenciais para a empresa com os diversos públicos, como empregados, fornecedores, clientes, credores e outros.

Ao referir-se à teoria da agência, Williamson (1985) lembra que nas relações contratuais os incentivos e controles são fundamentais. Tanto os incentivos quanto os controles são decorrentes do modelo de gestão organizacional, que estabelece a forma como a organização vai ser administrada, premiando ou punindo seus gestores a partir de um processo de gestão que retrata quais e como os resultados devem ser obtidos.

Portanto, a teoria da agência surge inicialmente a partir da separação entre propriedade e controle, tendo em seguida uma ampliação da visão contratual estabelecida entre o principal e seus agentes, bem como o estabelecimento de formas de incentivos e monitoramento de seus agentes.

Os conflitos ou problemas de agência ocorrem na medida em que os interesses entre principal e agentes são divergentes entre si. Silva e Andrade (2006) lembram que o conflito é um processo e não um evento que ocorre em um determinado instante e logo desaparece, e que pode ser reduzido, mas nunca extinto. Portanto, os conflitos sempre existirão.

Os principais tipos de conflitos de interesse destacados são aqueles que ocorrem entre acionistas e administradores, acionistas majoritários e minoritários, e, administradores e credores. Shleifer e Vishny (1997) argumentam que a concentração de ações e a predominância de controle de propriedade parecem ser regra no mundo. Segundo eles, os grandes acionistas desempenham um papel ativo na governança corporativa, e caracterizam o problema de agência, pois têm interesse na maximização do lucro e controla a empresa para ter seus interesses respeitados. No mercado brasileiro, o conflito de agência ocorre entre os acionistas majoritários e minoritários excluídos do controle, ao contrário dos países em que há uma grande dispersão da

propriedade com os acionistas que detêm apenas uma pequena parcela da propriedade. Dessa maneira, a presença de acionista majoritário leva a uma justaposição da propriedade e da gestão, e o conflito de agência aumenta o custo de capital das empresas, reduzindo seu valor econômico e de mercado (BERTRUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2005; FERREIRA; QUELHAS, 2006).

A minimização dos prejuízos causados pelos problemas de agência, segundo Silveira, Barros e Famá (2003), depende da presença de um conjunto de mecanismos internos (conselho de administração, sistema de remuneração e estrutura de propriedade – posse de ações pelos gestores e conselheiros) e externos (mercado de aquisição hostil, mercado de trabalho competitivo, relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente – auditoria e agentes do mercado financeiro) para harmonizar a relação entre acionistas e gestores.

## 2.2 Qualidade das práticas de governança corporativa

A governança corporativa é apontada como alternativa para a superação do problema de agência, ou seja, é um dos mecanismos utilizados visando ao alinhamento de interesses tanto do principal quanto dos agentes. A melhoria de práticas de governança, na opinião de Lameira, Ness Junior e Macedo-Soares (2005), tem por objetivo: a) aumentar a eficiência dos mecanismos de controle sob a administração; b) diminuir o conflito entre fornecedores de capital e empresa; e c) diminuir a possível expropriação do minoritário, maximizando o valor da companhia sob a percepção do acionista.

Estudos recentes têm investigado os possíveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, por meio de variáveis endógenas (internas) à empresa. Para mensurar a qualidade das práticas de governança, normalmente estes estudos utilizam um *score* de governança elaborado por agências de *rating* ou por bancos de investimento, ou então desenvolvem um índice próprio que contempla várias dimensões de governança, como pode ser visto em Ariff, Ibrahim, Othman (2007), Beiner et al. (2003), Drobetz,

Gugler e Hirschvogel (2004), Kappler e Love (2002) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004).

Por exemplo, Ariff, Ibrahim e Othman (2007), num estudo envolvendo 90 empresas da Malásia, investigaram se as variáveis lucratividade, alavancagem, crescimento, avaliação de mercado, tamanho, idade, estrutura de propriedade e países de operação, eram determinantes do nível de governança das empresas. Black (2001), utilizando os *rankings* de governança corporativa para 21 empresas russas desenvolvidos por um banco de investimento, evidencia que, ao melhorar suas práticas de governança, as empresas podem melhorar os preços de suas ações, e, assim, reduzir o custo de capital. O autor sugere que estes resultados podem ser aplicados a países em desenvolvimento, mas com algumas limitações devido ao tamanho da amostra de sua pesquisa.

Kappler e Love (2002) focaram suas atenções no papel da proteção legal junto aos investidores de diferentes países. Elas observaram que, empresas de um mesmo país podem oferecer diferentes níveis de proteção aos investidores, com a adoção de mecanismos não especificados por lei. Verificaram também que há variação nos padrões de governança num mesmo país e que existe relação entre os mecanismos de governança da empresa e o nível de proteção legal aos investidores. Como medida de mensuração da qualidade das práticas de governança corporativa, as autoras utilizaram os *scores* elaborados pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) e observaram que o índice de governança da empresa é positivamente relacionado com medidas de proteção ao investidor.

De maneira similar a Kappler e Love (2002), Durnev e Kim (2003) utilizaram dados sobre a qualidade das práticas de governança corporativa compilados pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) e pela *Standard and Poor's* (S&P). A desvantagem do uso dos dados do CLSA é que 70% dos *scores* são baseados em informação objetiva, enquanto que os *scores* S&P são totalmente objetivos. As informações sobre o CLSA utilizadas por estes autores foram publicadas em 2001 e é resultado de um relatório de práticas de governança de 494 companhias localizadas em 24 países. Os *scores* de governança foram construídos baseados

nas respostas de 57 questões dadas pelos analistas financeiros. As questões foram compostas por seis categorias de governança corporativa (incentivos e disciplina gerencial, transparência, independência do conselho, prestação de contas do conselho, responsabilidade da administração, proteção aos acionistas minoritários), além de um índice de responsabilidade social. Nos resultados apresentados, a qualidade das práticas de governança corporativa é positivamente relacionada a oportunidades de crescimento, concentração de propriedade e necessidade de financiamento externo. Semelhantemente a Kappler e Love (2002), estes autores também observaram que a proteção ao investidor (governança corporativa) melhora com a concentração de direitos sobre os fluxos de caixa, mas diminui quando o acionista controlador adquire mais direitos de controle, ficando com direitos excessivos sobre o fluxo de caixa. Segundo eles, em regimes de mais fraca proteção legal, a concentração de propriedade sobre o direito dos fluxos de caixa torna-se a mais importante ferramenta para resolver os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários.

Beiner et al. (2003) construíram um índice de governança corporativa (CGI) baseado nas respostas de um questionário detalhado, que foi elaborado segundo as sugestões e recomendações do Código Suíço de Melhores Práticas. O questionário foi emitido para todas as empresas listadas na Bolsa de Valores da Suíça, com exceção das companhias de investimento. Quando necessário, os dados foram suplementados e verificados na base de relatórios anuais e páginas da *web*. O índice consiste em 38 atributos de governança dividido em cinco categorias: compromisso com governança corporativa, direitos dos acionistas, transparência, importância do conselho na administração e na supervisão, e, auditoria. A construção do índice foi feita de forma objetiva e transparente: para cada um dos 38 atributos foi dado o valor entre um (mínimo) e cinco (máximo). Possuir um nível mais alto de aceitação pode ser interpretado como uma rápida mudança pelo administrador da empresa para melhorar seu sistema de governança corporativa. As empresas com melhor governança têm os mais altos *scores* do índice. Esses auto-

res testaram se as variáveis tamanho, oportunidades de crescimento, proporção de ativos intangíveis, *dummy* Índice do Mercado Suiço, emissão de ADR e a *dummy* indústria, eram determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa.

Drobtz, Gugler e Hirschvogl (2004) utilizaram um *rating* de governança corporativa amplo, que foi construído baseado nas respostas de um *survey* enviado às empresas alemãs de capital aberto. Semelhantemente à Beiner et al. (2003), para qualificar a inclusão no *rating* de governança corporativa, cada prática tinha que referir-se a um elemento de governança que ainda não fosse legalmente exigido e era necessário que fosse considerada como uma das melhores práticas de governança corporativa no mercado internacional. Eles constataram que o poder de voto do maior acionista afeta o *rating* de governança. Com o aumento do direito sobre o fluxo de caixa do maior acionista, há um efeito de incentivo positivo, uma vez que um bom *rating* de governança aumenta o valor da propriedade em posse do maior acionista. Há também um efeito negativo, pois o maior acionista tendo mais direito de voto influencia o processo de tomada de decisão, aumentando assim o efeito entrincheiramento. Havendo baixa intermediação de ações do maior acionista, o efeito entrincheiramento excede o efeito incentivo, e espera-se que exista uma relação negativa entre concentração de propriedade e o *rating* de governança corporativa. Já com altos níveis de concentração de propriedade, o efeito incentivo supera o efeito entrincheiramento, e, por isso, espera-se que exista uma relação positiva entre concentração de propriedade e o *rating* de governança corporativa. Observa-se que o efeito entrincheiramento ocorre a partir de certa concentração de propriedade, quando os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle se utilizando dos demais investidores.

Baseado nas regras de governança da Coreia, Black, Jang e Kim (2003) construíram o índice de governança corporativa, com dados de 515 companhias listadas na bolsa coreana no ano de 2001, por meio de cinco sub-índices: direitos dos acionistas, estrutura do conselho, normas do conselho, transparência e igualdade de propriedade. Para sua elaboração, foram utilizadas ques-

tões binárias, sendo igual a 1 (um) se empresa apresenta determinada variável de governança e, caso contrário, igual a 0 (zero), de tal forma que o índice é o resultado da soma dos *scores*, podendo variar de 0 (zero) a 100. Essa pesquisa apresenta evidências consistentes com a relação causal entre o índice de governança e preços mais altos das ações em mercados emergentes. Foi constatado que as empresas coreanas com 50% dos diretores externos tem um aumento de 0,13 no Q de Tobin, evidenciando também que maior independência do conselho apresenta maior preço das ações em mercados emergentes. Por outro lado, não foram encontradas evidências de que as empresas bem administradas são mais lucrativas ou pagam mais dividendos para um dado nível de vendas, no entanto, elas possuem menor custo de capital.

Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) desenvolveram um índice de governança corporativa, que conta com 24 questões binárias cujas respostas foram obtidas a partir de informações públicas e serve como uma medida ampla para a qualidade da governança corporativa das empresas. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, ao passo que uma resposta negativa tem valor zero. O índice é constituído pela soma dos pontos de cada questão, sendo o valor máximo de 24 pontos, contempla recomendações constantes dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC, da CVM e da Bovespa, e é dividido em quatro categorias: transparência, composição e funcionamento do conselho, estrutura de propriedade e controle, e direitos dos acionistas. Esses autores estudaram as empresas do Brasil e do Chile listadas em bolsa e observaram uma relação positiva e significativa entre governança corporativa e o Q de Tobin.

As vantagens de utilização de um índice para indicar a qualidade das práticas de governança corporativa é ser transparente e fácil replicação, uma vez que não requer julgamentos subjetivos, possibilita fácil interpretação, e, evita viés e a baixa taxa de respondentes quando se utiliza questionários qualitativos, conforme argumentam Beiner et al. (2003), Gompers, Ishii e Metrick (2003), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), e, Santos (2005).

Uma das variáveis determinantes da qualidade das práticas de governança é o desempe-

nho. As medidas de desempenho são mensuradas a partir de informações contábeis, por meio dos índices de retorno, por exemplo, ou com a utilização de observações do mercado de ações, a exemplo do valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin. Estudos indicam que há uma relação positiva entre desempenho da empresa e a qualidade das práticas de governança corporativa. A pesquisa de Kappler e Love (2002), envolvendo uma amostra de 495 empresas de 25 países emergentes, mostra que melhor governança corporativa está associada ao mais alto desempenho operacional (medido por meio do retorno sobre o ativo) e mais alto Q de Tobin. Corroborando com esses resultados, Durnev e Kim (2003), para uma amostra de 494 companhias localizadas em 24 países, verificaram que os *scores* de governança, elaborados pelo CLSA e pela S&P, são positivamente correlacionados com o Q de Tobin.

Beiner et al. (2003) observaram que os problemas de agência podem afetar o valor das companhias por meio de dois canais distintos: podem deixar os investidores pessimistas sobre os fluxos de caixa futuro, ao passo que, boas práticas de governança diminuem o custo de capital. Utilizando um sistema de equações simultâneas de três estágios (3SLS), os referidos autores confirmaram a existência de uma relação positiva entre governança corporativa e valor da empresa. Similarmente, Drobetz, Gugler e Hirschvogel (2004) observaram que um bom *rating* de governança transmitido ao mercado de capitais aumenta o valor da empresa.

Brown e Caylor (2004) verificaram que as empresas com baixo índice de governança tiveram desempenho operacional, avaliação e índice de *payout* menores que as empresas com melhores padrões de governança. Eles constataram que as companhias que possuem conselho independente tiveram um crescimento no retorno das ações, nas margens de lucros, nos rendimentos dos dividendos e na recompra de ações, sugerindo que a independência do conselho está associada a outras medidas de desempenho da empresa, além do Q de Tobin. Observaram ainda que as empresas possuem melhor avaliação quando o executivo principal e o presidente são pessoas distintas.

Os resultados de pesquisa feita com empresas espanholas apresentados por Del Brio e Maia-Ramires (2006) também sugerem uma relação positiva entre as variáveis de governança corporativa e o valor da companhia. Há evidência de que maior transparência, bem como a divulgação dos relatórios de auditoria, influenciam o desempenho e o valor da empresa. Segundo os autores, são também importantes para a matéria de governança corporativa, as informações sobre transações com estrutura de propriedade das ações e acionistas, a independência do conselho e separação da função de presidente e o executivo principal da organização.

A relação entre práticas de governança corporativa e propriedade não é bem definida pela literatura. A concentração de propriedade pode ser prejudicial devido a possibilidade dos interesses dos grandes acionistas serem divergentes dos interesses dos demais acionistas, havendo assim a possibilidade do acionista controlador expropriar o fluxo de caixa da empresa. Por outro lado, a presença de grandes acionistas em países com baixa proteção legal dos investidores representa uma tentativa de minimizar os conflitos de agência (LA PORTA et al., 1998; SHLEIFER, VISHNY, 1997). Os resultados apresentados por Durnev e Kim (2003) sugerem que a governança corporativa melhora com a concentração de propriedade, mas a taxas decrescentes. Tais autores justificam que a proteção ao investidor (governança corporativa) melhora com a concentração de direitos sobre os fluxos de caixa, mas diminui quando o acionista controlador adquire mais direitos de controle, ficando com direitos excessivos sobre o fluxo de caixa. Segundo eles, em regimes de mais fraca proteção legal, a concentração de propriedade sobre o direito dos fluxos de caixa torna-se a mais importante ferramenta para resolver os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários. La Porta et al. (1998) observaram que a concentração de propriedade acionária é negativamente relacionada à proteção dos direitos dos acionistas, com a consequente perda de valor da empresa. Cho e Kim (2003) também encontraram uma relação negativa entre propriedade e governança corporativa.

Existem dois argumentos que sustentam a existência de uma associação positiva entre ala-

vancagem e governança corporativa. Primeiro, segundo Chung (2000 apud ARIFF; IBRAHIM; OTHMAN, 2007), as empresas com alto grau de alavancagem aumentam sua governança corporativa para obter mais reputação. Cho e Kim (2003) sugerem que empresas com alto grau de alavancagem podem ser pressionadas por seus investidores, tais como instituições financeiras, a aumentar sua governança corporativa. Autores como Black, Jang e Kim (2003) e Brown e Caylor (2004) também encontraram uma associação positiva. Por outro lado, Faccio, Lang e Young (2001) e Friedman, Johnson e Mitton (2003) encontraram uma associação negativa entre alavancagem e qualidade das práticas de governança corporativa das empresas.

Do ponto de vista teórico, o efeito do tamanho sobre a governança corporativa da empresa é ambíguo (BEINER et al., 2003; KAPPLER; LOVE, 2002). Por um lado, as empresas maiores podem ter sérios problemas de agência, por isso é mais difícil monitorá-los. Além disso, elas podem voluntariamente escolher regras mais rigorosas de governança para evitar altos custos de agência. Por outro lado, as empresas pequenas podem ter melhores oportunidades de crescimento e maiores necessidades por financiamento externo e melhores mecanismos de controle. Nesse sentido, ambas possuem incentivos para adotar boas práticas de governança corporativa. Entretanto, muitos estudos empíricos apresentam evidências de que o tamanho da empresa tem uma forte influência (efeito positivo) sobre a qualidade das práticas de governança corporativa (BEINER et al., 2003; BLACK; JANG; KIM, 2003; BROWN; CAYLOR, 2004; DROBETZ; GUGLER; HIRSCHVOGL, 2004; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; GURIEV et al., 2003). As empresas maiores tendem a ter melhores práticas de governança corporativa. Uma explicação para isso, de acordo com Ariff, Ibrahim e Othman (2007), é o custo necessário para implementar uma boa estrutura de governança, dado que as empresas maiores possuem mais recursos para adotar os mecanismos de governança. Por outro lado, essas empresas também sofrem pressão por melhor desempenho dada a sua reputação estabelecida no mercado, como

pode ser visto em Ariff, Ibrahim e Othman (2007) e em Durnev e Kim (2003).

Outro fator apontado como importante para determinação da qualidade da governança corporativa é a tangibilidade. Conforme Kappler e Love (2002), a composição dos ativos da empresa afetará seu ambiente contratual. Os ativos fixos são mais fáceis de serem monitorados e mais difíceis de serem roubados, se comparados com os ativos intangíveis. A empresa que opera com maior proporção de ativos intangíveis pode encontrar um ponto ótimo e adotar mecanismos de controle mais rigorosos para prevenir o mau uso desses ativos. Desta forma, existe uma relação positiva entre o índice de governança corporativa e a proporção de ativos intangíveis, também confirmado por Black, Jang e Kim (2003) e Durnev e Kim (2003).

As taxas de crescimento passado são positivamente relacionadas às boas práticas de governança (BLACK; JANG; KIM, 2003; DURNEV; KIM, 2003; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; KAPPLER; LOVE, 2002). La Porta, Lopes-de-Silanes e Schleifer (1999) argumentam que teoricamente as empresas com boas oportunidades de crescimento necessitarão aumentar o financiamento externo para poder expandir, e, além disso, podem encontrar o ponto ótimo para melhorar sua governança corporativa. Parte-se da premissa de que melhor governança e melhor proteção aos acionistas minoritários levarão a um menor custo de capital. Por outro lado, os resultados apresentados por Beiner et al. (2003) mostram que crescimento apresenta uma relação negativa com o índice de governança corporativa.

De acordo com Ariff, Ibrahim e Othman (2007), as empresas que operam por vários anos têm um sistema bem estabelecido e equipado com bastante recursos, além de já possuírem uma boa reputação no país em que atuam. Para eles, esses são fatores que levariam a uma boa governança. Por outro lado, as empresas maduras têm bastante experiência histórica para aprender com os efeitos das más e boas práticas de governança em relação ao mercado. Dessa forma, é esperada uma relação positiva entre práticas de governança e idade, conforme observado também por Black, Jang e Kim (2003).

Observa-se que em relação ao índice de governança corporativa, o desempenho e a idade têm uma influência positiva, e a tangibilidade tem uma influência negativa, conforme mostram os resultados dos estudos apresentados. Para as demais variáveis discutidas não há um consenso na literatura sobre o sentido de suas influências sobre a governança corporativa.

Verificar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa tem ao menos duas vantagens, de acordo com Drobetz, Gugler e Hirschvogel (2004): primeiro, não se enfrentam os problemas de endogeneidade com os determinantes das práticas de governança, encontrados quando se busca verificar os efeitos sobre o desempenho; segundo, podem ser utilizados os dados em *cross section*, ao contrário da análise do impacto sobre o desempenho que é afetado pelas decisões passadas, tendo não apenas influência de um momento do tempo.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1 Amostra da pesquisa, coleta e análise dos dados

Para composição da amostra da pesquisa investigou-se, dentre as empresas de capital abert

to, àquelas em que a quantidade direta de ações com direito a voto do maior acionista se encontra em posse da União, dos Estados, do Distrito Federal ou dos Municípios. Não fizeram parte da amostra as empresas que tiveram o valor do patrimônio líquido menor ou igual a zero, bem como aquelas que não divulgaram informações para as variáveis investigadas. A amostra é, portanto, não aleatória. A quantidade de empresas por ano pode ser observada na Figura 1 a seguir.

Como pode ser observado na Figura 1, obteve-se uma amostra formada por 34 empresas para o ano de 2005, 51 empresas para o ano de 2006, 58 empresas para o ano 2007, 61 empresas para o ano 2008 e 38 empresas para o ano 2009. Convém destacar que em 2004 muitas empresas fecharam o seu capital, fato que pode ter repercutido na amostra do ano seguinte, e que em 2009 muitas empresas ainda não disponibilizaram seus informativos anuais e suas demonstrações financeiras, o que justifica o tamanho reduzido da amostra deste ano.

A coleta de dados foi feita por meio de fontes secundárias públicas de forma direta pelo próprio pesquisador, utilizando informações disponibilizadas pelo Sistema de Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, [2008]). Como apresentado no referencial teórico, essa forma

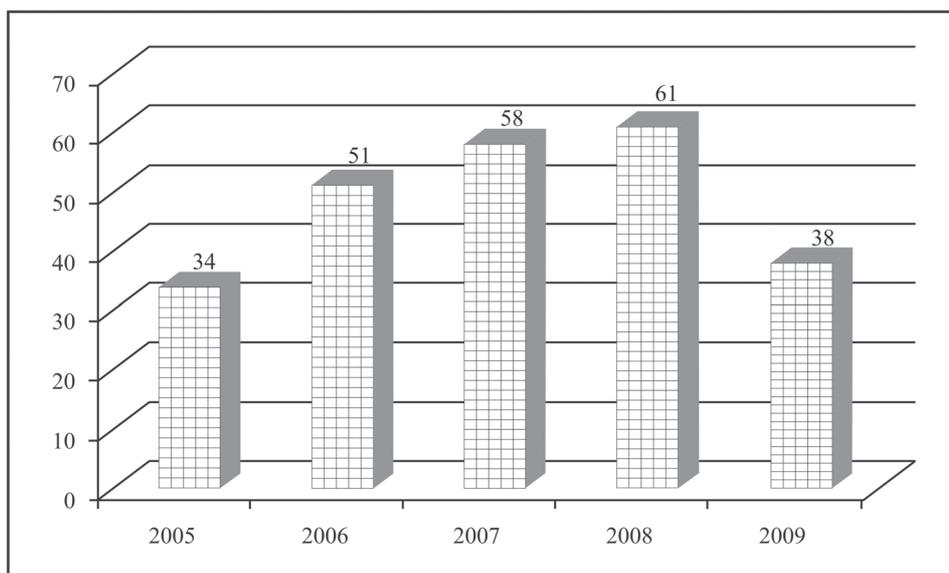


Figura 1 – Amostra da pesquisa.

de obtenção dos dados evita que haja o viés do respondente e o baixo número de respostas quando se trabalha com envio de questionários, e tem sido amplamente utilizada nas pesquisas nacionais e internacionais, como pode ser visto nos trabalhos de Black, Jang e Kim (2003), Kappler e Love (2002), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Nobili (2006), Santos e Leal (2007) e Silveira et al. (2007).

Para análise dos dados, foi utilizado o aplicativo estatístico *Stata 10.0*. Foram empregadas técnicas econométricas de regressão linear múltipla com para tratamento de dados em painel.

### 3.2 Definição teórica e operacional das variáveis

Quando o problema de pesquisa apresenta uma única variável dependente (que está sendo explicada) e uma ou mais variáveis independentes (explicativas), o método de análise apropriado é a regressão múltipla. O objetivo da análise de regressão múltipla é usar as variáveis independentes cujos valores são conhecidos para prever os valores da variável dependente selecionada pelo pesquisador. Cada variável independente é ponderada pelo procedimento da análise de regressão para garantir máxima previsão a partir do conjunto de variáveis independentes. Os pesos denotam a contribuição relativa das variáveis independentes para a previsão geral e facilitam a interpre-

tação sobre a influência de cada variável em fazer a previsão. Um conjunto de variáveis independentes ponderadas forma a variável estatística de regressão, uma combinação linear das variáveis independentes que melhor preveem a variável dependente (HAIR JR et al., 2005).

Dessa forma, baseado nos trabalhos desenvolvidos sobre determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa em empresas de capital aberto atuantes em bolsa de valores, conforme discutido no referencial teórico, este trabalho utiliza o índice de governança corporativa como variável dependente e as variáveis desempenho, propriedade, alavancagem, tamanho, tangibilidade, crescimento e idade, como variáveis independentes. Essas variáveis têm sido exploradas na literatura sobre o tema como possíveis determinantes das práticas de governança corporativa, entretanto, ainda não existem muitos trabalhos sobre este problema, que envolvam esta parcela de empresas pretendidas neste estudo. Portanto, esse trabalho visa a cobrir esta lacuna, procurando observar se essas variáveis também têm influência sobre as práticas de governança corporativa das empresas brasileiras em análise. Neste sentido, foi utilizado o modelo a seguir, baseado nos trabalhos referenciados na seção anterior, para tentar identificar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimento público:

$$GCGOV_{it} = \alpha + \beta_1 * ROA_{it} + \beta_2 * PROP_{it} + \beta_3 * ALAV_{it} + \beta_4 * TAM_{it} + \beta_5 * TANG_{it} + \beta_6 * CRESC_{it} + \beta_7 * IDADE_{it} + \beta_8 * ANO_{it} + \varepsilon_{it}$$

onde:

- $GCGOV_{it}$ : representa as variáveis de governança corporativa da  $i$ -ésima no ano  $t$ ;
- $ROA_{it}$ : representa as variáveis de desempenho da  $i$ -ésima empresa no ano  $t$ ;
- $PROP_{it}$ : representa as variáveis de estrutura de propriedade da  $i$ -ésima empresa no ano  $t$ ;
- $ALAV_{it}$ : representa o grau de alavancagem da  $i$ -ésima empresa no ano  $t$ ;
- $TAM_{it}$ : representa o tamanho da  $i$ -ésima empresa no ano  $t$ ;
- $TANG_{it}$ : representa a tangibilidade da  $i$ -ésima empresa no ano  $t$ ;
- $CRESC_{it}$ : representa a oportunidade de crescimento da  $i$ -ésima empresa no ano  $t$ ;
- $IDADE_{it}$ : representa a idade da  $i$ -ésima empresa no ano  $t$ ;
- $ANO_{it}$ : variável do tipo *dummy*; e,
- $\varepsilon_{it}$ : representa o termo de erro aleatório da  $i$ -ésima empresa.

Espera-se que os coeficientes sejam estatisticamente significativos, e que  $\beta_1$  e  $\beta_7$  apresentem sinal positivo,  $\beta_5$  apresente sinal negativo, e, em princípio, não existe um sinal esperado para  $\beta_2$ ,  $\beta_3$ ,  $\beta_4$ ,  $\beta_6$  e  $\beta_8$ .

### 3.2.1 Índice de governança corporativa das empresas públicas brasileiras de capital aberto (GCGOV)

Como *proxy* para determinar a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas investigadas, nessa pesquisa foi utilizado um Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto que possuem investimento público (GCGOV), elaborado através de um questionário aplicado por Santos (2005) em empresas familiares, que adaptou o questionário desenvolvido por Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) para as empresas listadas em bolsa. O índice foi calculado a partir de um conjunto de 14 perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas exclusivamente por meio de dados secundários. Cada resposta positiva adiciona um ponto ao índice, com as empresas apresentando um nível de governança de 0 a 14. O índice construído contempla três dimensões para a avaliação das práticas de governança: transparência, composição e funcionamento do conselho, e, controle e conduta. Na dimensão transparência foram verificados os seguintes quesitos: elaboração dos relatórios financeiros dentro do prazo legal, contabilização segundo normas internacionais, contratação de auditoria global, divulgação da remuneração do diretor geral e membros do conselho, e presença de parecer de auditoria independente sem ressalvas. Para a dimensão composição e funcionamento do conselho foram observados os seguintes itens: distinção entre as funções de presidente e diretor do conselho, composição do conselho por membros externos e independentes, número de membros do conselho e duração do mandato de seus membros. Já na dimensão controle e conduta, os itens observados foram: existência de investigação ou condenação pela CVM, existência de grupo controlador com menos de 50% das ações com

direito a voto, porcentagem das ações sem direito a votos menor que 20% do capital total, controle direto da companhia e existência de acordos de acionistas. De maneira similar e com algumas adaptações, este índice foi utilizado nas empresas brasileiras por outros pesquisadores, a exemplo de Nobili (2006), Santos e Leal (2007) e Silveira et al. (2007). É importante deixar claro que uma baixa pontuação no índice GCGOV significa que a empresa em questão atende a poucos dos requisitos analisados, os quais são apresentados como recomendações a serem adotadas pelas empresas, não significando portanto que a empresa não tenha práticas de governança, simplesmente ela não adota as práticas que são recomendadas pelo IBGC e pela CVM, pois não são obrigatórias.

### 3.2.2 Variáveis utilizadas

a) **ROA**: é o retorno sobre os ativos da empresa, obtido por meio do quociente entre o lucro líquido e o ativo total, medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social;

b) **Estrutura de Propriedade (PROP)**: mensurada por meio da concentração de controle que identifica o percentual de ações com direito a voto do maior acionista da empresa;

c) **Alavancagem Operacional (ALAV)**: é definida variação percentual do lucro antes de juros e imposto de renda dividida pela variação percentual das vendas, ambos medidos em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social;

d) **Tamanho da Empresa (TAM)**: é definido como o logaritmo neperiano do ativo total da empresa, medido em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social;

e) **Tangibilidade (TANG)**: é definida como o ativo imobilizado bruto sobre a receita operacional líquida, medida em valores contábeis, em reais nominais, ao final de cada exercício social;

f) **Oportunidades de crescimento (CRESC)**: o nível de oportunidade de crescimento será calculado por meio da média de crescimento das vendas dos últimos três anos;

g) **Idade (IDADE)**: representa a idade das empresas, sendo aproximada pela diferença entre a data de encerramento do exercício social e a data de registro na CVM, por ser um dado disponível.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para caracterizar as empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimento público, foram investigadas as variáveis que são apontadas como determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, a exemplo dos estudos de Ariff, Ibrahim e Othman (2007), Beiner et al. (2003), Drobetz, Gugler e Hirschvogel (2004), Kappler e Love (2002) e Silveira et al. (2007). Deste modo, inicialmente foram realizadas as estatísticas descritivas (média, mediana, mínimo e máximo) do Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto que possuem investimento público (GCGOV), que estão apresentadas na Figura 2.

Os resultados da Figura 2 mostram que a empresa com menor índice de governança (GCGOV) obteve 4 pontos em 2008 e 2009, e a empresa com maior índice obteve 12 pontos em 2005, 2008 e 2009. A pontuação média obtida foi de 8 pontos para todos os anos, exceto 2009 que foi de 7 pontos, e a pontuação da mediana

foi igual a média no período de 2006 a 2009, indicando que a maior parte das empresas públicas apresentaram uma boa pontuação no índice de governança corporativa.

Em seguida, a exemplo dos estudos de diversos autores que buscaram investigar os possíveis determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa conforme apresentado no referencial teórico, foi utilizado o modelo de estimação apresentado no item 3.2, aplicado-se às empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimento público, cujos resultados são apresentados a seguir na Tabela 1. As estimações foram feitas com a utilização de regressão múltipla com tratamento dos dados em painel. Foram estimados painel com efeitos fixos e efeitos aleatórios, e os resultados do teste de Hausman mostraram que para os dados em questão o mais indicado era a utilização de painel com efeitos aleatórios. Ressalta-se que não é objetivo da presente pesquisa estabelecer o melhor modelo a ser utilizado, mas testar a relação existente entre as variáveis selecionadas e as práticas de governança corporativa, conforme os estudos da área.

As variáveis utilizadas no modelo foram: Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto que possuem investimento público (GCGOV), concentração de controle (PROP), retorno sobre o ativo (ROA),

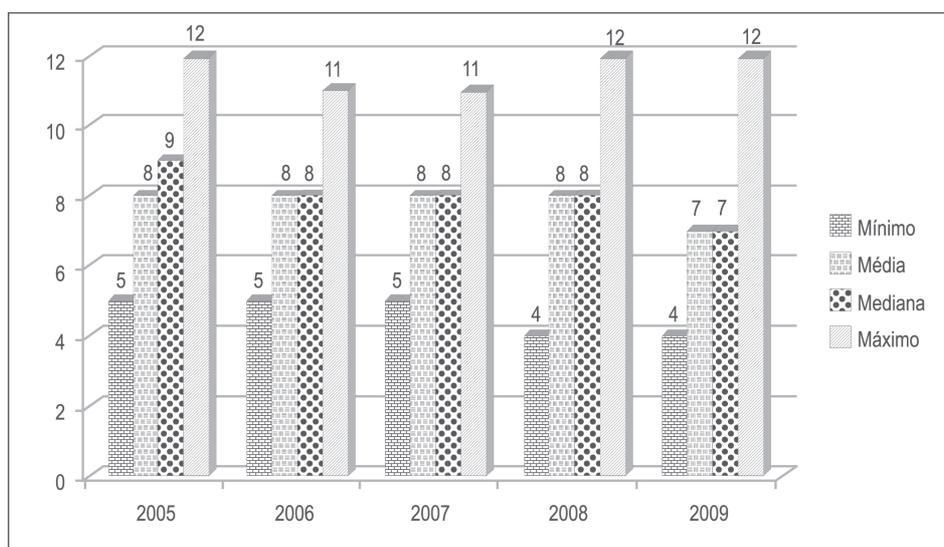


Figura 2 – Pontuação do índice GCGOV.

**Tabela 1** – Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa.

Variáveis		GCGOV						
ROA	?	-1,427821			-0,413691	-1,044737	-1,884327	
	z	-0,60			-0,32	-0,46	-0,81	
	p	0,552			0,747	0,648	0,420	
PROP	?	0,000898	0,0005448					
	z	0,06	0,03					
	p	0,956	0,973					
ALAV	?	-0,537983	-0,567168	-0,559632		-0,582760	-0,637684	-0,7099276
	z	-0,46	-0,49	-0,48		-0,50	-0,55	-0,61
	p	0,645	0,627	0,63		0,615	0,583	0,541
TAM	?	<b>0,162549</b>	<b>0,162710</b>	<b>0,16281</b>	-0,413691	<b>0,157730</b>	<b>0,1416266</b>	<b>0,1386778</b>
	z	<b>1,90</b>	<b>1,92</b>	<b>1,91</b>	-0,32	<b>1,86</b>	<b>1,76</b>	<b>1,76</b>
	p	<b>0,058</b>	<b>0,055</b>	<b>0,056</b>	0,747	<b>0,063</b>	<b>0,078</b>	<b>0,078</b>
TANG	?	-0,034561	-0,024144	-0,023973	-0,024444		-0,034084	
	z	-0,56	-0,41	-0,40	-0,42		-0,57	
	p	0,578	0,683	0,686	0,675		0,569	
CRESC	?	-0,363406	-0,370762	-0,370718	-0,362160	-0,36023		
	z	-1,53	-1,56	-1,57	-1,55	-1,53		
	p	0,126	0,118	0,116	0,121	0,127		
IDADE	?	-0,249021	<b>-0,248194</b>	-0,24799	-0,242023	-0,2457461	<b>-0,243884</b>	<b>-0,236713</b>
	z	-1,64	<b>-1,64</b>	-1,64	-1,61	-1,63	<b>-1,72</b>	<b>-1,69</b>
	p	0,101	<b>0,100</b>	0,101	0,107	0,104	<b>0,086</b>	<b>0,091</b>
Constante	?	7,150819	7,071872	7,067910	7,032289	7,132180	8,298615	7,211477
	z	4,08	4,08	4,07	4,11	4,09	5,13	4,38
	p	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dummy Ano		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Estatística W		28,18	27,81	28,05	29,33	28,14	28,91	28,05
	p	0,0030	0,0019	0,0009	0,0006	0,0009	0,0007	0,0002
R <sup>2</sup>		0,1044	0,1079	0,1077	0,1048	0,1020	0,0999	0,1028
Nº de Obs.		194	194	194	198	194	200	200

alavancagem (ALAV), tamanho (TAM), tangibilidade (TANG), oportunidades de crescimento (CRESC), idade (IDADE) e ano (Dummy Ano). A variável dependente é o Índice de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto que possuem investimento público (GCGOV) descrito na seção 3.2.1. A caracterização operacional das demais variáveis utilizadas foi apresentada na seção 3.2.2. A amostra da pesquisa está descrita no item 3.1. Os dados são relativos ao período de 2005 a 2009. Para cada variável independente são apresentados os resultados dos parâmetros estimados ( $\beta$ ), da estatística  $z$  e o  $p$ -valor, respectivamente. Os coeficientes foram estimados através de regressões múltiplas com tratamento dos dados em painel. Outros modelos foram estimados, mas não apresentados. Os valores em negrito são estatisticamente significativos ao nível de 10%.

As variáveis investigadas já foram utilizadas por outros estudos, conforme pode ser observado no referencial teórico, e, particularmente, ao tratar dos determinantes das práticas de governança corporativa pode ser observado nos estudos de Ariff, Ibrahim e Othman (2007) e Silveira et al. (2007).

Os resultados apresentados na Tabela 1 evidenciam que o desempenho, medido através do retorno sobre o ativo (ROA) influenciam negativamente o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas públicas, embora essas relações não sejam significativas estatisticamente. Esses resultados contrariam as expectativas do estudo, quando deveria ser obtida uma relação positiva.

Já os resultados obtidos para a variável de propriedade sugerem que maior concentração de ações de controle (ações ordinárias) em um único

investidor impacta positivamente sobre as práticas de governança corporativa, apesar dos resultados não serem estatisticamente significativos. A concentração de ações em um único proprietário é apontado na literatura como uma possibilidade de expropriação potencial dos acionistas minoritários.

Um maior grau de alavancagem das empresas impacta negativamente as práticas de governança corporativa. Esses resultados estão alinhados com os de Santos (2005), autor que estudou as empresas familiares brasileiras, e os de Silveira et al. (2007), autor que investigou as empresas brasileiras listadas na Bovespa, e também corroboram com os resultados encontrados por Faccio, Lang e Young (2001) e Friedman, Johnson e Mitton. (2003).

Por outro lado, o tamanho da empresa influencia positivamente a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas públicas brasileiras de capital aberto, muito embora seu sinal não tenha sido consistente numa das estimações. Nos resultados de Santos (2005), o tamanho apresentou uma relação negativa com o índice de governança, enquanto que nos resultados de Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) e de Silveira et al. (2007), o tamanho da empresa influencia positivamente o nível de governança corporativa.

Observa-se também que a tangibilidade influencia negativamente as práticas de governança corporativa. Significa dizer que quanto maior o nível de tangibilidade da empresa menor será a qualidade das práticas de governança esperada. As empresas com maior valor em ativos fixos conseguem mais facilmente financiar novos projetos, utilizando esses ativos como garantia. Já as empresas com elevados níveis de ativos intangíveis devem apresentar melhores práticas de governança corporativa para se mostrarem mais atrativas aos investidores.

Observa-se ainda que a taxa de crescimento da empresa influencia negativamente a qualidade das suas práticas de governança corporativa. Certamente as empresas controladas pelo governo têm menores pressões do mercado, então elas podem não estar dando a devida atenção em demonstrar melhores práticas de governança,

quando estão em fase de crescimento de suas vendas no mercado. Estes resultados corroboram com os obtidos por Beiner et al. (2003) e Leal e Carvalhal-da-Silva (2004) para empresas listadas em bolsa e os de Santos e Leal (2007) para as empresa de controle familiar não-listadas. Nestes dois últimos estudos foi encontrado uma relação negativa entre a variável *proxy* do crescimento das empresas e o índice de governança corporativa.

Os resultados ainda mostram que a idade influencia negativamente o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que contam com investimentos públicos, contrariando os resultados obtidos em estudos anteriores (BLACK; JANG; KIM; 2003; SANTOS, 2005; SILVEIRA et al., 2007). Para Ariff, Ibrahim e Othman (2007), pelo fato das empresas que operarem por vários anos, já apresentam um sistema bem estabelecido e equipado com bastantes recursos, além de já possuírem uma boa reputação no país em que atuam, o que levariam a uma boa governança. Além disso, as empresas maduras têm bastante experiência histórica para aprender com os efeitos das más e boas práticas de governança em relação ao mercado, esperando dessa forma que a idade apresente uma relação positiva com as práticas de governança.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve por objetivo investigar os determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas públicas brasileiras de capital aberto. Para caracterizar essas empresas foram investigadas as variáveis que são apontadas como determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa.

Das análises realizadas, destaca-se que a pontuação da média e mediana das empresas foram iguais no período de 2006 a 2009, variando entre 7 e 8 pontos de um total de 14 pontos que poderia ser atingido, o que indica que a maior parte das empresas públicas apresentaram uma boa pontuação no índice de governança corporativa.

Em relação aos determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa, observou-

se ainda que maior concentração de ações de controle nas mãos de um único acionista influencia positivamente o indicador da qualidade das práticas de governança corporativa. Por outro lado, os resultados desta pesquisa evidenciaram que o desempenho, medido por meio do retorno sobre o ativo (ROA), grau de alavancagem, tangibilidade, perspectivas de crescimento e idade são variáveis que impactam negativamente sobre as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto. Como a variável tamanho inverteu o sinal numa das estimações do período analisado, não é possível saber o sentido de sua influência sobre as práticas de governança das empresas investigadas.

Como limitação da pesquisa aponta-se que os resultados obtidos só podem ser aplicados para as empresas em estudo, não podendo serem generalizados para todas as empresas brasileiras. Outra limitação diz respeito às variáveis macroeconômicas que poderão interferir nas empresas investigadas e que não foram avaliadas por este estudo.

Recomenda-se que este estudo seja realizado utilizando as mesmas variáveis com um painel de dados de vários anos, com o objetivo de testar a consistência dos resultados. Também, sejam incluídas outras variáveis (exógenas, por exemplo), já que foram utilizadas apenas variáveis endógenas à empresa, a fim de identificar se elas também influenciam a qualidade das práticas de governança corporativa.

## REFERÊNCIAS

- ARIFF, A. M.; IBRAHIM, M. K.; OTHMAN, R.. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. **Corporate Governance**, Oxford, v. 7, n. 5, p. 562-573, 2007.
- BEINER, S. et al. **An integrated framework of corporate governance and firm valuation: evidence from Switzerland**. Nov. 2003 (Working Paper; 09-03). Disponível em: <<http://www.wvz.unibas.ch/cofi/publications/papers/2003/09-03.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2008.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=KbxhFrNr4IAC&printsec=frontcover&dq=the+modern+corporation+and+private+property&sig=5PJNd0Q8fUk9NeUK7Q-ZngnNvkQ>>. Acesso em: 29 mar. 2008.
- BERTRUCCI, J. L.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto: a visão de dirigentes e investidores institucionais. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2005. 1 CD-ROM.
- BLACK, B. The corporate governance behavior and market value of Russian firms. **Emerging Markets Review**, Amsterdam, v. 2, n. 2, p. 89-108, 2001.
- \_\_\_\_\_; JANG, H.; KIM, W. **Does corporate governance affect firm value? evidence from Korea**. Stanford, CA: Stanford Law School, 2003. (Working Paper; 327). Disponível em: <<http://www.law.uchicago.edu/Lawecon/workshop-papers/black-jang-kim-stanford.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2008.
- BOVESPA. **IGC e o novo mercado**. [2007]. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 28 jun. 2007.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. **Corporate governance and firm performance**. Atlanta: University of Georgia, School of Accountancy, Dec. 2004. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=586423](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423)>. Acesso em: 15 jun. 2008.
- CHO, D. S.; KIM, J. Determinants in introduction of outside directors in Korean companies. **Journal of International and Area Studies**, Seoul, v. 10, n. 1, p. 1-20, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **Cartilha de governança**. Rio de Janeiro, jan./jun. 2002.

\_\_\_\_\_. **ITR, DFP, IAN, IPE e outras informações**. [2008]. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 27 jun. 2008

DEL BRIO, E. B.; MAIA-RAMIREZ, E. Corporate governance mechanisms and their impact on managerial value. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 6., 2006, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: SBFIn, 2006. 1 CD-ROM.

DROBETZ, W.; GUGLER, K.; HIRSCHVOGL, S. The determinants of German corporate governance rating. 2004. Disponível em <<http://www.wvz.unibas.ch/forum/volltexte/749.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2008

DURNEV, A.; KIM, E. H. **To steal or not to steal?** firm attributes, legal environment. Ann Arbor, MI: University of Michigan, 2003. (Working Paper). Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=318719](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318719)>. Acesso em: 15 jun. 2008.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P.; YOUNG, L. **Debt and corporate governance**. Chicago: Notre Dame University, 2001. (Working Paper). Disponível em: <[http://www2.owen.vanderbilt.edu/fmrc/Activity/paper/Faccio\\_Paper\\_Debt.pdf](http://www2.owen.vanderbilt.edu/fmrc/Activity/paper/Faccio_Paper_Debt.pdf)>. Acesso em 15 jun. 2008

FERREIRA, M. D.; QUELHAS, O. L. G. Panorama histórico, evolução dos conceitos e avaliação dos modelos de governança corporativa. In: CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, 3., 2006, Niterói. **Anais eletrônicos...** Niterói: LATEC/UFF, 2006. Disponível em: <<http://www.excelenciaemgestao.org/pt/edicoes-antiores/iii-cneg/anais.asp>>. Acesso em: 15 jun. 2008.

FRIEDMAN, E.; JOHNSON, S.; MITTON, T. **Propping and tunneling**. Sept. 2003. (NBER

Working Paper; w9949). Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=441582](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=441582)>. Acesso em: 15 jun. 2008.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

GURIEV, S. et al. **Concentrated ownership, market for corporate control and corporate governance**. 2003. Disponível em: <<http://www.nes.ru/~sguriev/papers/CGRussia.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2008

HAIR JR., J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo, jan. 2004. Disponível em: <[http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo\\_IBGC\\_3\\_versao.pdf](http://www.ibgc.org.br/download/arquivos/Codigo_IBGC_3_versao.pdf)>. Acesso em: 22 mar. 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-60, 1976.

KLAPPER, L.; LOVE, I. **Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets**. Apr. 2002. (World Bank Policy Research Working Paper; 2818). Disponível em: <[http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2002/05/03/000094946\\_02041804272577/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2002/05/03/000094946_02041804272577/Rendered/PDF/multi0page.pdf)>. Acesso em: 22 mar. 2008.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Ownership structures around the world. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

\_\_\_\_\_. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LAMEIRA, V.; NESS JUNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. L. V. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. In: ASAMBLEA ANUAL LATINOAMERICANA DE ESCUELAS EM ADMINISTRACIÓN – CLADEA, 40., 2005, Santiago del Chile. *Anais...* Santiago del Chile: CLADEA, 2005. 1 CD-ROM.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. **Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil**. Rio de Janeiro: COPPEAD/UFRJ, 2004. (Working Paper).

LESTER, P. et al. Transparência e governança na área pública: uma análise da qualificação econômica e financeira das licitações do Estado de Santa Catarina. In: ENCONTRO DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E GOVERNANÇA, 2., 2006, São Paulo. *Anais eletrônicos...* São Paulo: ANPAD, 2006. 1 CD-ROM.

NOBILI, C. B. **Governança corporativa e retornos esperados no mercado acionário brasileiro: uma extensão do modelo de três fatores de Fama & French**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) – COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

PERES, U. D. Custos de transação e estrutura de governança no setor público. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, São Paulo, v. 9, n. 24, maio/ago. 2007.

RUEDIGER, M. A. Governo eletrônico e democracia: uma análise preliminar dos impactos e potencialidades na gestão pública. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador. *Anais eletrônicos...* Salvador: ANPAD, 2002. 1 CD-ROM.

SANTOS, J. F. **Governança corporativa das empresas familiares brasileiras de capital aberto listadas e não-listadas em bolsa**. 2005. Tese (Doutorado

em Administração) – COPPEAD/UFRJ, Rio de Janeiro, 2005.

\_\_\_\_\_; LEAL, R. P. C. Práticas de governança em empresas familiares não-listadas de capital aberto. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7., 2007, Rio de Janeiro. *Anais eletrônicos...* Rio de Janeiro: SBFIn, 2007. 1 CD-ROM.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, Cambridge, v. 52, n. 2. p. 737-783, June 1997.

SILVA, T. G.; ANDRADE, G. A. R. Utilização de modelos microeconômicos para previsão dos efeitos da teoria da agência nas organizações. I SIMPÓSIO INTERNACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E MARKETING / III CONGRESSO DE ADMINISTRAÇÃO DA ESPM. *Anais...* São Paulo: ESPM, 2006.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 57-71, jan./mar. 2003. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/v10n1art5.pdf>>. Acesso em: 18 jun. 2008.

\_\_\_\_ et al. **Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil**. June 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=995764](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=995764)>. Acesso em: 18 jun. 2008.

STREIT, R.; KLERING, L. R. Governança pública sob a perspectiva dos sistemas complexos. In: ENCONTRO DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E GOVERNANÇA, 1., 2004, Rio de Janeiro. *Anais eletrônicos...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. 1 CD-ROM.

WILLIAMSON, O. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

**ANEXO A – Questionário utilizado para determinar o Índice de Governança Corporativa das Empresas de Capital Aberto que possuem investimento público (GCGOV)**

**Transparência**

**Questão 1:** A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?

**Questão 2:** A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP)?

**Questão 3:** A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?

**Questão 4:** A companhia apresenta no seu *website* ou nas informações anuais informações (IAN) sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?

**Questão 5:** A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas?

**Composição e funcionamento do conselho**

**Questão 6:** O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?

**Questão 7:** O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?

**Questão 8:** O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o código do IBGC?

**Questão 9:** Os membros do conselho têm mandato de um ano, conforme recomenda o Código do IBGC?

**Controle e conduta**

**Questão 10:** A empresa não está sob investigação em curso ou tem qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?

**Questão 11:** O grupo controlador, considerando os acordos de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?

**Questão 12:** A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?

**Questão 13:** O controle da companhia é direto?

**Questão 14:** Não existem acordos de acionistas?