

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

Faculdade de Gestão e Negócios

Programa de Pós-graduação em Administração

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE INSTITUIÇÕES
FINANCEIRAS BRASILEIRAS**

Fernanda Tavares Rezende Lobato

Orientadora: Prof^a. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Uberlândia
2011

FERNANDA TAVARES REZENDE LOBATO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE INSTITUIÇÕES
FINANCEIRAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada à Faculdade de
Gestão e Negócios da Universidade
Federal de Uberlândia como requisito
parcial para obtenção do título de Mestre
em Administração.

Orientadora: Prof^a. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Uberlândia
2011

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

L796g Lobato, Fernanda Tavares Rezende, 1983-
Governança corporativa e valor de instituições financeiras brasileiras
[manuscrito] / Fernanda Tavares Rezende Lobato. - 2011.

147 f.: il.

Orientadora: Kárem Cristina de Sousa Ribeiro.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Uberlândia, Programa
de Pós-Graduação em Administração.

Inclui bibliografia.

1. Governança corporativa - Teses. 2. Instituições financeiras - Teses. 3.
Bolsa de valores - Teses. 4. Valor (Economia) I. Ribeiro, Kárem Cristina
de Sousa. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-
Graduação em Administração. III. Título.

CDU: 658.15

Reitor da Universidade Federal de Uberlândia
Alfredo Julio Fernandes Neto

Diretor da Faculdade de Gestão e Negócios
Reinaldo Campus Andraus

Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração
Stella Naomi Moriguchi

GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS BRASILEIRAS

FERNANDA TAVARES REZENDE LOBATO

Dissertação julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração, na área de Gestão Organizacional, Linha de Pesquisa Gestão Financeira e Controladoria, e aprovada em sua forma final pelo programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia – UFU.

Uberlândia, 15 de fevereiro de 2011.

Prof^a. Dra. Stella Naomi Moriguchi
Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração

Banca Examinadora:

Prof^a. Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Ernando Antônio dos Reis
Universidade Federal de Uberlândia

Prof. Dr. Robert Aldo Iquiapaza Coaguila
Universidade Federal de Minas Gerais

*Ao meu pequeno Gabriel,
que mesmo tendo convivido tão pouco
tempo conosco, deixou grandes lições,
Dedico.*

AGRADECIMENTOS

A Deus, por me agraciar com uma família maravilhosa, por ter me concedido saúde, perseverança, e por permitir o alcance deste objetivo.

Aos meus pais, Mauro e Osvalda, pela escuta, carinho, dedicação, compreensão, pela presença constante, pelo apoio incondicional e pelas palavras de incentivo, sempre muito oportunas.

Ao meu irmão, Mauro, pela amizade, carinho, disponibilidade, incentivo e por me transmitir tranquilidade.

Ao meu esposo Henrique, que mesmo privado de minha atenção em muitos momentos, mostrou-se paciente, compreensivo e grande incentivador na realização deste objetivo.

Ao meu pequeno Gabriel, por me ensinar que tudo tem o seu tempo e o seu propósito.

Aos meus sobrinhos Mauro Júnior, Gabriela e Luiza, por me proporcionarem inúmeros momentos alegres e divertidos.

À minha cunhada, Maria Letícia, pelo incentivo, escuta e palavras de apoio.

Aos meus tios e primos, em especial aos meus padrinhos Manoel e Marly, pelo apoio nos momentos necessários e por compartilharem minhas alegrias.

Aos meus amigos, em especial à Juliana, Bruna e ao Murilo, por estarem sempre presentes e por poder contar com seu apoio.

À Professora Dra. Kárem Cristina de Sousa Ribeiro, pelos ensinamentos, pela solicitude, pelo empenho na orientação deste trabalho e pelo exemplo de dedicação acadêmica.

Aos Professores Dr. Ernando Antônio dos Reis e Dr. Robert Aldo Iquiapaza Coaguila, membros da banca, pela disponibilidade e importantes contribuições.

Ao Professor Dr. Marcelo Tavares, pelas contribuições e valiosas críticas na banca de qualificação.

Ao Professor Dr. Valdir Machado Valadão Júnior, pelos importantes ensinamentos nas disciplinas de metodologia e técnicas de pesquisa, e pelo exemplo de profissionalismo e ética acadêmica.

Aos amigos do curso de mestrado, em especial à Ana Paula e ao Leonardo, pela paciência, escuta, apoio, pela presença nos momentos difíceis e pelos trabalhos desenvolvidos em conjunto.

Aos amigos da Caixa Econômica Federal, em especial à Sandra, Míriam e Ângelo, pela amizade, escuta, incentivo e apoio nos momentos difíceis.

RESUMO

A separação entre propriedade e controle nas organizações modernas gera conflitos, na medida em que gestores nem sempre agem de acordo com os interesses dos proprietários. A fim de assegurar que seus interesses sejam atendidos por meio da maximização de sua riqueza os proprietários incorrem em custos de monitoramento e controle da gestão. Neste contexto, emerge a governança corporativa como conjunto de mecanismos internos e externos que tem por objetivo o alinhamento de interesses entre gestores e proprietários e o atendimento aos direitos de outros *stakeholders*, como funcionários e credores. Acredita-se que o alinhamento de interesses afete o valor de mercado das empresas. A relação entre práticas de governança e valor de empresas tem sido alvo de estudos em todo o mundo buscando contribuir para o estabelecimento de diretrizes acerca do tema. Esta dissertação objetiva colaborar com as discussões sobre o tema a partir da investigação da relação existente entre melhores estruturas de governança corporativa, representadas pela adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), e o valor das instituições financeiras brasileiras. Neste sentido, e levando em conta que os três níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA apresentam uma escala crescente de exigências, este estudo partiu do pressuposto de que instituições listadas no nível 1 (nível de menor exigência) apresentassem menor valor de mercado que as empresas financeiras do nível 2, e estas, por sua vez, possuísem menor valor de mercado que as instituições participantes do novo mercado (nível de maior exigência). A amostra foi composta pelas empresas financeiras que integram o setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática, e que aderiram até o ano de 2009 aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. A partir de dados em painel com efeitos fixos para o período de 2007 a 2009, empregou-se o método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) robusto à heteroscedasticidade. Como as variáveis de governança deste estudo constituem-se nos níveis diferenciados de governança da BOVESPA, elas se caracterizam como variáveis *dummy*. Neste caso, o modelo de estimação requer que uma das variáveis seja utilizada como referência. Assim, o modelo desta pesquisa emprega a variável que representa o nível 1 como referência, em termos da qual se verifica o impacto das variáveis *dummy* nível 2 e novo mercado sobre o valor de mercado das empresas financeiras brasileiras. Os resultados indicaram que há uma relação estatisticamente significativa e negativa entre a variável que representa o nível 2 de governança e o valor de mercado das instituições analisadas. Por outro lado, a variável que representa o novo mercado não apresentou relação estatisticamente

significante com as variáveis de valor. Deste modo, não se confirmou o pressuposto teórico de que quanto melhor a estrutura de governança no Brasil, maior o valor da empresa.

Palavras-chave: Governança corporativa. Níveis de governança. Valor de mercado. Empresas financeiras brasileiras.

ABSTRACT

The separation between ownership and control in modern organizations generates conflicts, as the managers do not always act in accordance with the interests of the proprietors. In order to ensure that their interests be served through the maximization of their wealth, owners incur costs of monitoring and control of management. Therefore, corporate governance emerges as a set of internal and external mechanisms that aims to align the interests of managers and owners and assure the rights of other stakeholders, such as employees and creditors. It is believed that the alignment of interests affects the market value of companies. The relationship between governance practices and the value of companies has been target of studies throughout the world searching to contribute to the establishment of guidelines concerning the subject. This paper aimed to collaborate with the discussions on the issue, investigating the relation existing between better corporate governance structures, represented by the entry into the differentiated levels of corporate governance established by the Stock Exchange of São Paulo (BOVESPA), and the value of the Brazilian financial institutions. In this sense and taking into account that the three differentiated levels of governance established by BOVESPA present a growing scale of requirements, this study hypothesized that institutions listed at level 1 (level of lower requirement) presented lower market value than the financial companies at level 2, and these, in turn, presented lower market value than the participating institutions of the new market (level of highest requirement). The sample was composed of the financial companies that integrate the financial sector and insurance database Economática, and that have acceded until the year 2009 to the differentiated levels of governance of BOVESPA. From panel data with fixed effects for the period of 2007 to 2009, a method of ordinary least squares (OLS) robust to heteroscedasticity was used. As the governance variables of this study were the differentiated levels of governance of BOVESPA, they were characterized as dummy variables. In this case, the estimation model required that one of the variables be used as reference. Thus, the model of this research used the variable that represents the level 1 like reference, in terms of which checks the impact of the variables dummy level 2 and new market on the market value of financial companies in Brazil. The results indicated that there was a statistically significant and negative relation between the variable that represents the level 2 of governance and the market value of the analyzed institutions. On the other hand, the variable that represented the new market did not present statistically significant relationship with the variables of value. Thus, the theoretical

assumption that the better the governance structure in Brazil, the greater the value of the company was not confirmed.

Keywords: Corporate governance. Levels of governance. Market value. Brazilian financial companies.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Relação entre os níveis de governança e o Q de Tobin nos anos de 2007, 2008 e 2009	114
--	-----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Demonstração do cálculo do EBITDA ou LAJIR	59
Quadro 2 – Demonstração do cálculo do valor da empresa a partir do EBITDA	60
Quadro 3 – Resumo das variáveis empregadas na estimação por MQO com efeitos fixos	110
Quadro 4 – Empresas integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática que aderiram aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA até 2007	145
Quadro 5 – Empresas integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática que aderiram aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA até 2008	145
Quadro 6 – Empresas integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática que aderiram aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA até 2009	146
Quadro 7 – Empresas integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática que aderiram, e se mantêm listadas até 2009, nos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA, e que compuseram a amostra do estudo	147

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Valor das empresas financeiras brasileiras em 2007	111
Tabela 2: Valor das empresas financeiras brasileiras em 2008	112
Tabela 3: Valor das empresas financeiras brasileiras em 2009	113
Tabela 4: Variáveis de controle das empresas financeiras brasileiras em 2007	115

Tabela 5: Variáveis de controle das empresas financeiras brasileiras em 2008	116
Tabela 6: Variáveis de controle das empresas financeiras brasileiras em 2009	118
Tabela 7: Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis de controle	120
Tabela 8: Resultados da regressão pelo modelo MOQ com efeitos fixos robusto à heteroscedasticidade considerando o Q de Tobin como variável dependente	122
Tabela 9: Resultados da regressão pelo modelo MOQ com efeitos fixos robusto à heteroscedasticidade considerando a razão entre o valor de mercado e o ativo total como variável dependente	124

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
1.1 Apresentação do tema e problema de pesquisa	17
1.2 Objetivos	20
1.3 Hipóteses de Pesquisa	21
1.4 Justificativa	21
1.5 Delimitação da Pesquisa	24
1.6 Estrutura da Pesquisa	25
2 REVISÃO DA LITERATURA	26
2.1 Governança Corporativa	26
2.1.1 Separação entre propriedade e controle	26
2.1.2 Definições de Governança Corporativa	29
2.1.3 Princípios de Governança Corporativa	31
2.1.4 Mecanismos de Governança Corporativa	35
2.1.5 Modelos de Governança Corporativa	43
2.1.6 Níveis de governança corporativa instituídos pela BOVESPA	46
2.1.7 Instituições Financeiras e Governança Corporativa	48
2.2 <i>Valuation</i>	51
2.2.1 A importância da mensuração do valor das empresas	51
2.2.2 Modelos de avaliação de empresas	53
2.2.2.1 Avaliação patrimonial contábil	54
2.2.2.2 Avaliação patrimonial de mercado	55
2.2.2.3 Preço por ação, lucro por ação de ações similares ou múltiplos de mercado	56
2.2.2.4 Capitalização dos lucros	57
2.2.2.5 Múltiplos de faturamento	58
2.2.2.6 Múltiplos de fluxo de caixa – EBITDA	58
2.2.2.7 Modelo baseado no <i>Economic Value Added</i> (EVA)	60
2.2.2.8 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	62
2.2.2.8.1 Fluxo de Caixa Livre (FCL)	65
2.2.2.8.2 Período de projeção	66
2.2.2.8.3 Valor da perpetuidade	67

2.2.2.8.4 Taxa de desconto	69
2.2.2.9 Valor presente ajustado (VPA)	72
2.2.2.10 Opções reais ou valor presente líquido expandido	73
2.2.3 Q de Tobin e Razão de Valor	75
2.3 A interdisciplinaridade da pesquisa	77
2.3.1 Governança Corporativa e valor de empresa	78
3 METODOLOGIA	94
3.1 Tipo de pesquisa	94
3.2 Definição operacional das variáveis	95
3.2.1 Variáveis de governança	96
3.2.2 Variáveis de valor de empresas	96
3.2.3 Variáveis de controle	98
3.2.3.1 Tamanho da empresa	98
3.2.3.2 Índice de endividamento geral ou alavancagem	99
3.2.3.3 Retorno do ativo total (ROA)	100
3.2.3.4 Retorno do capital próprio (ROE)	100
3.2.3.5 Intangibilidade	101
3.3 População e amostra	102
3.4 Estrutura dos dados	103
3.5 Método econométrico	104
3.5.1 Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)	105
3.5.1.1 MQO com efeitos fixos	108
3.5.1.2 Resumo das variáveis utilizadas na estimação por MQO com efeitos fixos	110
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	111
4.1 Análise descritiva dos dados	111
4.1.1 Valor das empresas financeiras brasileiras	111
4.1.2 Variáveis de controle das empresas financeiras brasileiras	114
4.1.3 Matriz de correlações	120
4.2 Análise dos resultados da regressão por MQO com efeitos fixos	121
4.2.1 Resultados com o Q de Tobin como variável dependente	121
4.2.2 Resultados com a razão de valor como variável dependente	124
4.3 Resumo dos resultados	126
4.4 Limitações dos resultados	129

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	131
REFERÊNCIAS	136
APÊNDICE A – POPULAÇÃO DO ESTUDO	145
APÊNDICE B – AMOSTRA DO ESTUDO	147

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação do tema e problema de pesquisa

A crescente complexidade do mundo dos negócios requer dos gestores uma visão mais integrada da empresa e de seu relacionamento com o ambiente externo e com seus *stakeholders*, termo que se refere a qualquer pessoa ou entidade que afeta ou é afetada pelas atividades de uma empresa. As decisões dos gestores devem estar relacionadas ao objetivo básico de criação de valor da empresa de forma a maximizar a riqueza de seus proprietários. O processo de tomada de decisões reflete a essência do conceito de administração. Administrar é decidir, e a continuidade de qualquer organização está condicionada à qualidade das decisões assumidas por seus gestores (ASSAF NETO, 2008).

A continuidade e a competitividade de uma empresa são asseguradas por sua eficiência e eficácia nas decisões de captação e aplicação de recursos. O processo de captação de investimentos exige que a empresa seja capaz de ofertar ao investidor o retorno mínimo por ele requerido. Além da situação econômico-financeira da empresa, os donos do capital fundamentam suas decisões de investimento nas práticas de gestão da empresa, pautando-se em princípios como transparência, responsabilidade na prestação de contas da aplicação dos recursos e compromisso com o objetivo de geração de riqueza, com o intuito de diminuir o risco do investimento.

Neste contexto, a aplicação de recursos pelos investidores pauta-se não somente na viabilidade econômico-financeira dos empreendimentos, mas também na confiança que os donos do capital têm de que obterão para si o retorno sobre seu investimento, uma vez que há o risco de o investimento ser rentável e os resultados não retornarem para aqueles que forneceram os recursos necessários à sua implantação (SILVEIRA, 2004).

O risco de não obter para si o retorno sobre seus investimentos, a que o investidor se expõe, diz respeito à separação entre donos do capital e àqueles responsáveis por sua gestão, ou seja, entre proprietários e gestores. Apesar de teoricamente assumir-se que os administradores dos

recursos estejam envolvidos e comprometidos com a maximização da riqueza dos proprietários, isto nem sempre ocorre, pois os gestores deparam-se, muitas vezes, com o conflito entre atender aos interesses dos proprietários e aos seus próprios. Esta divergência de interesses, oriunda da separação entre propriedade e controle dos recursos foi estudada por Jensen e Meckling (1976), resultando na chamada Teoria de Agência.

Silveira (2002) afirma que a separação da propriedade e o controle entre acionistas e gestores fez emergir a necessidade de criação de mecanismos que alinhem os interesses dos gestores aos dos acionistas a fim de que os primeiros procurem sempre agir no melhor interesse de todos os acionistas, entendido como a maximização da riqueza a partir do que foi investido. Neste contexto, figura a governança corporativa, aqui compreendida como o conjunto de mecanismos internos e externos que objetivam harmonizar a relação entre gestores e proprietários, haja vista o conflito de interesses gerado pela separação entre propriedade e controle do capital investido.

Andrade e Rossetti (2004, p. 52) apresentam um conceito abrangente, definindo governança corporativa como:

[...] um conjunto de valores, princípios, propósitos e regras que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos acionistas e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim.

Considerando o objetivo da governança corporativa descrito acima, há boas razões para se acreditar que a adoção de práticas de governança pode influenciar o desempenho e o valor das empresas. Isto porque, a partir de mecanismos de governança corporativa, os custos de monitoramento da gestão pelos acionistas diminuem, levando-os a requerer menores taxas de retorno, o que em outras palavras implica menor custo de captação de recursos para a empresa. Além disso, boas práticas de governança tornam os investidores mais confiantes e otimistas em relação aos fluxos de caixa futuros e à obtenção para si da parcela que lhes cabe no retorno auferido por meio da aplicação de seus recursos (BEINER ET AL., 2004).

Sob esta ótica e partindo do conceito de governança corporativa apresentado por Andrade e Rossetti (2004), o presente estudo se propõe à investigação de como boas práticas de governança corporativa se relacionam com o valor de instituições financeiras brasileiras. A

escolha de instituições financeiras para análise se deve ao fato de que os principais estudos desenvolvidos no Brasil com o intuito de verificar a relação entre governança corporativa, sendo esta considerada tanto a partir de mecanismos isolados quanto pela estrutura geral de governança, e valor de empresas (SILVEIRA, 2002; OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005), destinaram-se às instituições não financeiras. De fato, dadas as peculiaridades das empresas financeiras, torna-se difícil estabelecer parâmetros comparativos entre estas e as organizações não financeiras, o que transforma em complexa tarefa a contemplação de ambas em um mesmo estudo.

Quanto à definição do período de análise, tomando-se uma amostra das instituições financeiras brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) que integram o setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática, adotaram-se os anos de 2007, 2008 e 2009. A escolha desse período para análise se deve ao fato de que antes de 2007 apenas quatro empresas do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática haviam aderido aos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA.

Diante do que fora exposto, o propósito deste estudo consiste em responder à seguinte questão: – *Qual a relação entre melhores estruturas de governança corporativa, representadas pela adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), e o valor das instituições financeiras brasileiras?*

Faz-se necessário explicitar o que se considera como melhores estruturas de governança. Os níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA – níveis 1, 2 e novo mercado - apresentam exigência de critérios em escala crescente no que diz respeito às práticas de governança corporativa. Assim, para este estudo, pressupõe-se que empresas participantes do novo mercado apresentem melhor estrutura de governança em relação às empresas do nível 2, e estas, por sua vez, possuam práticas de governança mais rigorosas que as empresas listadas no nível 1.

A seguir, são apresentados os objetivos que nortearão este estudo no sentido de responder ao problema de pesquisa.

1.2 Objetivos

A partir da revisão dos principais estudos que abordaram a relação entre a qualidade geral das práticas de governança corporativa e o valor de empresas e considerando como período de análise os anos de 2007, 2008 e 2009, esta pesquisa apresenta como objetivo principal investigar qual a relação existente entre melhores estruturas de governança corporativa, representadas pela adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA, e o valor das instituições financeiras brasileiras. Como objetivos específicos do estudo, tem-se:

- Verificar, estatisticamente, se há uma relação significativa entre as variáveis de governança, representadas pelos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA, e o valor de mercado das instituições financeiras brasileiras;
- Verificar, estatisticamente, se além de haver relação significativa entre as variáveis descritas acima, esta relação caracteriza-se da seguinte forma: empresas que aderiram ao Novo Mercado apresentam maior valor de mercado do que aquelas que aderiram aos Níveis 1 e 2; e empresas que aderiram ao Nível 2 apresentam maior valor de mercado em relação às que participam do Nível 1; e
- Apresentar a relação encontrada entre a qualidade geral das práticas de governança corporativa e o valor de empresas nos principais estudos desenvolvidos com esse intuito. Cumpre destacar que estes trabalhos não trataram apenas de um mecanismo isolado de governança, mas buscaram verificar a qualidade da estrutura geral de governança das empresas analisadas. Além disso, faz-se relevante dizer que, no caso desta pesquisa, o parâmetro adotado para a qualidade das práticas de governança corporativa refere-se aos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA. Assim, assume-se que empresas que aderiram ao Novo Mercado possuam melhor estrutura de governança corporativa que aquelas que participam dos Níveis 1 e 2; bem como empresas que estão no Nível 2 apresentam qualidade de governança superior às que estão listadas no Nível 1.

1.3 Hipóteses de Pesquisa

A partir dos objetivos deste estudo propõe-se as seguintes hipóteses:

H₀ (hipótese nula): sob o ponto de vista estatístico, não existe relacionamento significativo entre as variáveis de governança representadas pelos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA e o valor das instituições financeiras que compõem a amostra.

H₁ (hipótese alternativa 1): sob o ponto de vista estatístico, existe um relacionamento significativo entre as variáveis de governança representadas pelos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA e o valor das instituições financeiras que compõem a amostra. Além disso, esta relação caracteriza-se da seguinte forma: empresas que aderiram ao Novo Mercado apresentam maior valor de mercado do que aquelas que aderiram aos Níveis 1 e 2; e empresas que aderiram ao Nível 2 apresentam maior valor de mercado em relação às que participam do Nível 1.

H₂ (hipótese alternativa 2): sob o ponto de vista estatístico, existe um relacionamento significativo entre as variáveis de governança representadas pelos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA e o valor das instituições financeiras que compõem a amostra. Contudo, esta relação diverge daquela descrita na hipótese alternativa 1.

1.4 Justificativa

A separação entre propriedade e controle faz emergir o conflito de interesses entre investidores detentores do capital e administradores, responsáveis pela boa gestão destes recursos. Assim, a premissa de que gestores devem agir sempre no melhor interesse dos acionistas, o que em outras palavras significa trabalhar para que a riqueza dos investidores seja maximizada, nem sempre pode ser verificada na prática. Neste contexto, a adoção de práticas de governança corporativa visa a alinhar os interesses divergentes entre gestores e

acionistas, permitindo que os investidores sintam-se mais seguros e confiantes em aplicar seus recursos, dispostos a pagarem valores maiores pelas ações das empresas, levando-as a reduzirem seu custo de captação.

Sob esta perspectiva, a BOVESPA instituiu no ano de 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa, acreditando que empresas que aderissem a estas listagens apresentariam maior credibilidade no mercado de ações, aumentando a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem suas ações e pagarem um preço melhor por elas, o que implicaria, portanto, redução do custo de captação de recursos por essas empresas. A disposição dos investidores em pagar um preço melhor pelas ações de empresas que adotem boas práticas de governança corporativa por meio da adesão aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA implicaria, desta forma, valorização da empresa frente ao mercado.

Neste sentido e considerando que a BOVESPA possui três níveis de governança corporativa, a saber: nível 1, nível 2 e novo mercado, com exigência de critérios em escala crescente no que diz respeito às práticas de governança corporativa, espera-se que empresas que implantem práticas de governança mais rigorosas apresentem maior valor de mercado. Assim, este estudo se justifica na medida em que pretende averiguar se este pressuposto se verifica na prática, ou seja, se empresas que aderiram ao novo mercado apresentam maior valor que as empresas do nível 2, e se estas são mais valorizadas pelo mercado em relação às instituições do nível 1.

Dentro da premissa de que melhores estruturas de governança corporativa podem influenciar o valor e o desempenho das empresas, diversos estudos foram desenvolvidos (KLAPPER; LOVE, 2002; DURNEV; KIM, 2003; BAI ET AL., 2003; BEINER ET AL., 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; BLACK; JANG; KIM, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2005). Entretanto, apesar de esses trabalhos terem encontrado uma relação positiva entre a qualidade geral da governança corporativa e o valor das empresas, as pesquisas mostram-se ainda inconclusivas. Desta forma, pretende-se com o presente trabalho contribuir para os debates e discussões acerca do tema.

Outro aspecto importante desta pesquisa consiste no fato de abordar exclusivamente instituições financeiras, que com pouca frequência aparecem nos estudos que tratam de boas práticas de governança e valor de empresas no Brasil, uma vez que a maior parte desses estudos considera em suas amostras apenas organizações não financeiras.

A importância de estudos que abordem o tema governança corporativa em instituições financeiras pôde ser evidenciada pela crise financeira mundial deflagrada nos Estados Unidos em 2007, e pela crise recentemente vivenciada pelo banco brasileiro Panamericano.

A crise financeira mundial teve início nas instituições financeiras norte-americanas ligadas ao setor imobiliário, especificamente no segmento de hipotecas denominado *subprime*, que se constitui de títulos de alto risco, que em contrapartida também oferecem retornos maiores. Esses títulos se alastraram pela economia, sendo adquiridos por bancos e fundos de investimento que o fizeram com o intuito de se beneficiarem dos maiores rendimentos esperados (ENTENDA..., 2008). Com a eclosão da crise financeira, impulsionada pela baixa qualidade dos créditos *subprime*, os mecanismos de governança corporativa das instituições financeiras foram alvo de discussões e críticas, que levantaram questões como o efetivo papel dos conselhos de administração e qual sua responsabilidade na deflagração da crise, e a importância de uma análise criteriosa dos órgãos de administração e das auditorias no que se refere a investimentos de alto risco.

No que diz respeito ao banco Panamericano, fraudes contábeis apontadas por investigações do Banco Central indicaram a necessidade de se aprimorar as práticas de governança corporativa, sobretudo no que se refere à transparência das informações e à auditoria. Segundo Cucolo e D'Amorim (2010), as principais fraudes identificadas pelo Banco Central relacionam-se à contabilização de carteiras de crédito já vendidas a outros bancos, e a indícios de que uma mesma carteira tenha sido vendida mais de uma vez.

Ademais, há de se mencionar que o tema governança corporativa tem ganhado cada vez mais destaque nos meios acadêmico e corporativo, haja vista sua relevância enquanto conjunto de mecanismos de alinhamento dos interesses dos gestores aos dos detentores do capital. Silveira (2002) defende que esse destaque para o tema se acentuou a partir do final dos anos oitenta em decorrência de uma participação mais ativa dos investidores no mercado de ações, que a partir de então, também vêm se mostrando mais exigentes quanto aos gestores da empresa no sentido de que estes ajam conforme seus interesses.

1.5 Delimitação da Pesquisa

No campo teórico, a perspectiva de governança corporativa adotada nesta pesquisa restringe-se à teoria de agência. A partir deste enfoque, a governança corporativa pode ser compreendida como um conjunto de mecanismos que objetivam minimizar os custos decorrentes dos problemas de agência. Entre estes custos, destacam-se as despesas de monitoramento das atividades dos gestores pelos investidores. Os problemas de agência advêm, conforme descrito por Jensen e Meckling (1976), da separação entre propriedade e controle. Assim, na situação em que o gestor do capital difere daquele que o provê, os problemas de agência caracterizam-se pela possível expropriação da riqueza do investidor pelo gestor.

Quanto à definição operacional de governança corporativa, o enfoque dirige-se aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA, que foram adotados como parâmetro de qualidade das práticas de governança das empresas financeiras analisadas na amostra. Desta forma, não será abordado diretamente nenhum mecanismo interno e externo de governança. Estes serão tratados, de maneira indireta, na medida em que estejam incluídos nas prerrogativas dos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. Há de se mencionar que este estudo pretende capturar a qualidade da estrutura de governança corporativa das empresas financeiras brasileiras como um todo, utilizando para isto, os níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA.

Cabe abordar também a delimitação referente à população desta pesquisa, que se constituiu das empresas que integram o setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática, e que aderiram e se mantêm listadas até 2009 nos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA. A partir destes critérios, obteve-se a seguinte população: vinte empresas para o exercício de 2009, dezesseis para o exercício de 2008 e quinze para o ano de 2007. Optou-se por este período de análise (2007, 2008 e 2009), pois antes de 2007 apenas quatro empresas do setor financeiro e de seguros haviam aderido aos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA.

1.6 Estrutura da Pesquisa

Esta dissertação está estruturada em cinco capítulos. Este capítulo introdutório versa sobre a importância do tema, o problema de pesquisa, os objetivos geral e específicos, as hipóteses propostas, a justificativa, a delimitação do estudo e a estruturação do trabalho.

O segundo capítulo traz a revisão da literatura, abordando os seguintes temas: governança corporativa na perspectiva da teoria de agência, avaliação de empresas e a relação entre governança corporativa e valor de empresas.

O capítulo três trata da metodologia aplicada neste estudo, abrangendo a tipologia de pesquisa, a definição operacional das variáveis, a definição da população e da amostra e os métodos quantitativos empregados para tratamento e análise dos dados. No capítulo quatro apresentam-se os resultados obtidos conforme os métodos quantitativos utilizados, bem como as limitações da pesquisa.

No quinto capítulo são feitas as considerações finais, objetivando responder às hipóteses propostas. Após o quinto capítulo, aparece a lista das referências bibliográficas utilizadas neste estudo.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Governança Corporativa

Nesta seção serão tratadas as principais questões acerca do tema governança corporativa, a saber: separação entre propriedade e controle, definições, princípios, mecanismos e modelos de governança corporativa. Além destes aspectos, tratar-se-á dos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

2.1.1 Separação entre propriedade e controle

Uma das grandes preocupações que permeia as decisões de investimento diz respeito à separação entre donos do capital e aqueles responsáveis por sua gestão. Apesar de teoricamente assumir-se que os administradores dos recursos estão envolvidos e comprometidos com a maximização da riqueza dos acionistas, isto nem sempre ocorre, pois os gestores deparam-se, muitas vezes, com o conflito entre atender aos interesses dos acionistas e aos seus próprios.

Saito e Silveira (2008) afirmam que a estrutura de propriedade e os conflitos de interesse na alta gestão das empresas sempre estiveram no centro das discussões sobre governança corporativa.

A obra *The Modern Corporation and Private Property*, de Berle e Means (1932), foi pioneira na discussão dos benefícios e custos potenciais da separação entre propriedade e gestão. Entre os custos potenciais, os autores observaram que a pulverização da propriedade fortaleceria o poder dos gestores, aumentando as chances de agirem em seu próprio interesse, e não no interesse dos acionistas.

Neste contexto, uma das formas de se caracterizar uma empresa, ou uma firma na linguagem econômica, consiste em enxergá-la como um conjunto de contratos formais e informais, explícitos e implícitos, entre diversos atores. Esta visão implica definição de direitos, entre eles, o de propriedade, bem como deveres, dentre os quais se destacam aqueles relacionados à boa gestão dos recursos captados. Assim, a empresa pode ser vista como uma estrutura coordenada de atividades econômicas, submetida a determinadas regras de mercado (externas) e institucionais (internas) (BERNARDES; BRANDÃO, 2005).

Entre os trabalhos referentes aos direitos de propriedade e teoria dos contratos, destacam-se os de Coase (1937, 1960), Alchian (1965), Alchian e Demsetz (1972) e Preston (1975).

Atribuindo a devida relevância aos trabalhos anteriores, cumpre dizer que se considera o trabalho de Jensen e Meckling (1976), sob o ponto de vista da economia financeira como ponto de partida para a linha de pesquisa em governança corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2008).

Silveira (2002) afirma que a separação da propriedade e controle entre acionistas e gestores fez emergir a necessidade de criação de mecanismos que alinhem os interesses dos gestores aos dos acionistas a fim de que os primeiros procurem sempre agir no melhor interesse de todos os acionistas, entendido como a maximização da riqueza a partir do que foi investido.

Neste contexto, figura a governança corporativa, aqui compreendida como o conjunto de mecanismos internos e externos que objetivam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, haja vista o conflito de interesses gerado pela separação entre propriedade e controle do capital investido.

Sobre a importância e relevância da governança corporativa, Silveira (2002, p. 2) diz que:

O tema [governança corporativa] vem ganhando cada vez mais destaque no âmbito acadêmico e corporativo, principalmente a partir do final dos anos oitenta, com o aumento da participação ativa dos investidores institucionais e pequenos investidores individuais nos mercados bursáteis e sua exigência crescente pela garantia de que os gestores da empresa agirão sempre de acordo com o seu interesse.

Para Jensen e Meckling (1976, p. 308), pode-se caracterizar uma relação de agência como sendo “um contrato pelo qual uma ou mais pessoas - o principal - engajam outra pessoa - o

agente - para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade para tomada de decisão pelo agente.”

Neste sentido, Silveira (2002, p. 13) afirma que:

[...] se ambas as partes [agente e principal] agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. No caso da relação entre acionistas e gestores, os acionistas podem limitar as divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais apropriados a eles. Desta forma, os acionistas incorrem em custos para alinhar os interesses dos gestores aos seus, que são chamados custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) expõem que os custos de agência constituem-se na soma dos seguintes gastos:

- Custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente;
- Despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal;
- Gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a ele; e
- Perdas residuais provenientes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal.

Para Saito e Silveira (2008), o trabalho de Jensen e Meckling (1976) apresentou três contribuições principais, a saber: 1) criação de uma teoria de estrutura de propriedade das empresas baseada nos inevitáveis conflitos de interesse individuais; 2) definição de um novo conceito de custos de agência, mostrando sua relação com a separação entre propriedade e gestão presente nas empresas; e 3) elaboração de uma nova definição da firma, descrevendo-a como uma mera ficção legal que serve como um ponto de ligação para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos.

Numa perspectiva mais abrangente, Saito e Silveira (2008) defendem que o trabalho de Jensen e Meckling (1976) contribuiu para a própria definição do termo governança corporativa, o qual gradativamente passou a ser definido como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controle, que visam a minimizar os custos decorrentes do problema de agência.

Jensen e Meckling (1976) visualizam a empresa como uma ficção legal, que serve para forjar um processo complexo, no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos são trazidos ao equilíbrio dentro de uma estrutura de relações contratuais.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) complementaram o estudo de Jensen e Meckling (1976) ao testar empiricamente uma das principais previsões de sua teoria da estrutura de propriedade: a de que o valor da empresa aumenta em função de uma maior posse de ações por parte dos gestores, em decorrência da maior convergência de interesses entre executivos e acionistas e dos menores custos de agência esperados.

Ressalta-se a relevância do estudo de Morck, Shleifer e Vishny (1988) pelo fato de este se apresentar como exemplo metodológico para trabalhos empíricos (MCCONNEL; SERVAES, 1990; HERMALIN; WEISBACH, 1991; CLAESSENS ET AL., 2002) subsequentes em governança corporativa desenvolvidos em todo o mundo.

Com relação à solução para os problemas de agência entre gestores e acionistas e entre acionistas e credores, Jensen e Meckling (1976) dizem que a redução dos problemas decorrentes dos conflitos de interesses entre principais e agentes pode ser alcançada de diversas maneiras, e em qualquer delas sempre há custos para uma ou ambas as partes. Como principais formas de minimizar os conflitos de agência, os autores apontam as seguintes ações: procedimentos de monitoração, restrições contratuais, elaboração periódica de diversos tipos de relatórios, realização de auditorias e criação de um sistema de incentivos que alinhem os interesses das partes divergentes.

2.1.2 Definições de Governança Corporativa

De acordo com a amplitude atribuída aos processos de governança, bem como aos seus impactos, delineia-se uma grande diversidade de conceitos para o termo governança corporativa (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

Para Shleifer e Vishny (1997, p. 737), a “governança corporativa relaciona-se com as formas pelas quais os fornecedores de recursos asseguram que obterão o retorno sobre seus

investimentos.” Neste contexto, os autores afirmam ainda que o termo governança corporativa diz respeito a questões sobre como saber se os gerentes agem no interesse dos investidores, se optam pelos melhores projetos disponíveis e se não se apropriam de parte do retorno dos investimentos para si mesmos.

Estes autores afirmam que:

Muitos dos assuntos relacionados à governança corporativa referem-se a restrições que os gestores impõem a si mesmos, ou que os investidores impõem aos gestores, para reduzir os erros de alocação de recursos *ex post*, e assim induzir os investidores a aplicarem mais recursos *ex ante*. (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 743).

Em consonância com a definição apresentada por Shleifer e Vishny (1997), Denis e McConnell (2003) defendem que governança corporativa corresponde a um conjunto de mecanismos – institucionais e de mercado – que induzem os gestores de uma empresa (aqueles que tomam decisões acerca do modo que a empresa será operada) a adotarem decisões que maximizem o valor da empresa para seus proprietários (fornecedores de capital).

Andrade e Rossetti (2004, p. 52) propõem um conceito abrangente, definindo governança corporativa como:

[...] um conjunto de valores, princípios, propósitos e regras que regem o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos acionistas e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com este fim.

A definição proposta por Andrade e Rossetti (2004) destaca que o termo governança corporativa possui sentido amplo, compreendendo o conjunto de relações de uma empresa com todos os agentes direta ou indiretamente afetados por suas ações, não se restringindo a responder apenas aos interesses dos acionistas e dos agentes mais diretamente envolvidos com as operações corporativas.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define governança corporativa como sendo:

[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a

finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. (IBGC, 2009, p. 19).

A conceituação apresentada pelo IBGC também trata da governança corporativa em aspecto mais abrangente, mencionando outros *stakeholders*, termo que se refere a qualquer pessoa ou entidade que afeta ou é afetada pelas atividades de uma empresa, que não apenas os acionistas (*shareholders*).

2.1.3 Princípios de Governança Corporativa

De acordo com Hart (1995), em alguns casos o mercado pode funcionar como mecanismo de alcance da eficiência em governança corporativa, levando as empresas a adotarem boas práticas de governança como forma de se manterem competitivas. Entretanto, considerando que o mercado nem sempre funciona de maneira eficiente, o estabelecimento de princípios de boas práticas de governança é de grande importância para nortear empresas, governos, investidores, órgãos reguladores e demais *stakeholders*.

Neste contexto, Jesover and Kirkpatrick (2005) destacam a relevância da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) como entidade internacional que tem se preocupado com a definição e divulgação de diretrizes acerca de boas práticas de governança. Em 1999, a OECD editou uma relação de princípios de governança que desde então têm se constituído em referência para melhoria das práticas de governança em todo o mundo. A última revisão desses princípios ocorreu em 2004.

De acordo com a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2004), os princípios de boas práticas de governança corporativa consistem de instrumentos norteadores, que podem ser adaptados às circunstâncias e realidades específicas de cada país e região.

A OECD (2004) definiu seis princípios nos quais se acredita estar apoiada a boa governança corporativa: 1) assegurar a base para um enquadramento eficaz da governança; 2) direitos dos acionistas e funções fundamentais do seu exercício; 3) tratamento equitativo dos acionistas; 4)

papel dos outros sujeitos com interesses relevantes na gestão da empresa; 5) divulgação de informação e transparência; e 6) responsabilidades do órgão de administração.

Quanto ao primeiro princípio, a OECD (2004) defende que para se assegurar boas práticas de governança corporativa nas empresas, faz-se necessário estabelecer uma base jurídica, regulamentar e institucional adequada e eficaz, em que todos os agentes presentes no mercado possam confiar.

No que diz respeito aos direitos dos acionistas e funções fundamentais do seu exercício, ressalta-se que estes *stakeholders* detêm certos direitos inerentes à titularidade de ações, tais como: direito de participação nos lucros da empresa, direito a obter informação sobre a empresa, direito de voto (ações ordinárias), entre outros, e que devem ser respeitados e resguardados (OECD, 2004).

O terceiro princípio estabelecido pela OECD (2004) advoga que todos os acionistas de uma mesma categoria devem ser tratados de forma igual. Neste intuito, afirma-se que o abuso de informação privilegiada, bem como a celebração abusiva de negócios entre pessoas relacionadas com a gestão e a empresa devem ser proibidos. Além disso, os membros do órgão de administração e os principais executivos devem divulgar ao órgão de administração se, direta ou indiretamente, ou em nome de terceiros, possuem qualquer interesse relevante em transações ou outras matérias que afetem diretamente a empresa.

A atribuição da devida importância aos outros sujeitos (demais *stakeholders* que não os acionistas) com interesses relevantes na gestão da empresa decorre do fato de que a competitividade e o sucesso de uma organização resultam de um trabalho em equipe que congrega contribuições de diversos provedores de recursos, incluindo investidores, trabalhadores, credores e fornecedores. Desta forma, as empresas devem reconhecer e zelar pelos interesses de todos os seus *stakeholders*, garantindo-lhes acesso a informações relevantes, suficientes e confiáveis de forma tempestiva e regular (OECD, 2004).

Conforme a OECD (2004), o quinto princípio – divulgação de informação e transparência – preconiza que as empresas devem divulgar informações relevantes quanto à sua situação financeira, desempenho, participação social e à gestão propriamente dita, respeitando as normas e exigências legais de cada país. Devem também garantir que estas informações

estejam acessíveis a todos os *stakeholders*, que sejam confiáveis, tempestivas e auditadas anualmente por auditores independentes. Um regime exigente de divulgação de informações pode ajudar a atrair capital e a manter a confiança nos mercados de capitais. Ao contrário, uma divulgação limitada e práticas não transparentes podem contribuir para um comportamento contrário aos princípios de ética e para perda de integridade do mercado com grandes custos, não apenas para a empresa e respectivos acionistas, mas também para a economia no seu conjunto. Informações insuficientes ou confusas podem dificultar o funcionamento dos mercados, aumentar o custo do capital e resultar em má aplicação de recursos.

No que concerne ao sexto princípio, a OECD (2004) afirma que as responsabilidades do órgão de administração incluem: apreciar e orientar a estratégia da empresa; fiscalizar a execução da estratégia e o desempenho da empresa; supervisionar os gastos de capital, aquisições e alienações mais importantes; agir com base em informações completas, de boa fé, com a devida diligência e cuidado, e no melhor interesse da empresa e dos seus acionistas; selecionar, compensar, fiscalizar e, quando necessário, substituir os principais executivos; garantir um processo formal e transparente para a nomeação e eleição do órgão de administração; fiscalizar e gerir potenciais conflitos de interesses entre os gestores, os membros do órgão de administração e os acionistas; supervisionar o processo de divulgação de informações e de comunicação; e ser capaz de exercer um juízo objetivo e independente sobre os negócios da empresa.

No contexto da definição de princípios norteadores das boas práticas de governança corporativa, Andrade e Rossetti (2004) elencam um conjunto de nove expressões-chaves relacionadas aos princípios de governança, a saber: direitos dos acionistas – *shareholders*; direitos de outras partes interessadas – *stakeholders*; conflitos de agência; sistema de relações; sistema de valores; sistema de governo; estrutura de poder; estrutura de regulação e padrões de comportamento. Pode-se notar que os termos apresentados pelos autores guardam coerência como os princípios definidos pela OECD, e estão, de alguma forma, neles contidos.

Fundamentando-se em um sistema definido de valores que rege os mecanismos da gestão das empresas e as relações entre as partes interessadas nos seus resultados, Andrade e Rossetti (2004) apresentam cinco principais dimensões da governança corporativa, a saber: valores, relacionamento entre as partes interessadas, propósitos estratégicos, poder e gestão.

Estes autores defendem que quatro valores, aqui compreendidos como princípios, sustentam a boa governança: 1) *fairness* - senso de justiça e equidade no tratamento dos acionistas; 2) *disclosure* – transparência das informações; 3) *accountability* – prestação de contas responsável; e 4) *compliance* – conformidade no cumprimento de normas reguladoras.

O relacionamento entre as partes interessadas refere-se à separação entre propriedade e gestão do capital, da qual decorrem os conflitos de agência. Por meio da adequada adoção dos princípios de governança corporativa pode-se minimizar estes conflitos, inibindo comportamentos oportunistas por parte dos gestores do capital. Cabe ressaltar que os conflitos de agência se ampliam e se tornam mais complexos quando, além de proprietários e gestores, outras partes interessadas, internas e externas, são alcançadas pelos propósitos corporativos (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

Para Andrade e Rossetti (2004), a definição dos propósitos estratégicos da empresa envolve íntima interação entre acionistas, conselhos de administração e direção executiva. Os autores afirmam que, nas organizações que adotam os princípios de boa governança, as expectativas dos acionistas e as políticas básicas da empresa são definidas no nível corporativo, por relações de governo entre os acionistas e aqueles que os representam nos conselhos de administração. A partir de então, provêm as diretrizes estratégicas para os negócios e para a gestão, desenvolvidas pela direção executiva e apresentadas, novamente ao conselho, para que sejam homologadas.

Quanto à dimensão poder, três aspectos figuram como de alta relevância para a boa governança: 1) a clara definição dos papéis dos acionistas, do conselho e da direção, bem como do que cada uma destas partes espera das demais; 2) a definição de regras de convivência que imprimam ao processo decisório um caráter compartilhado; e 3) o planejamento das sucessões (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

Andrade e Rossetti (2004) apontam três questões referentes à gestão que guardam estreita ligação com os valores que sustentam a governança, quais sejam: 1) a integridade ética, permeando tanto as relações internas quanto as externas; 2) o trinômio integridade, competência e envolvimento; e 3) a responsabilidade corporativa, a qual se relaciona à capacidade da empresa em equilibrar os interesses dos acionistas com os dos demais

stakeholders, não perdendo de vista, contudo, o atendimento ao objetivo essencial de geração de valor para os acionistas.

O IBGC (2009) aponta para quatro princípios básicos de governança corporativa:

- 1) Transparência – a preocupação com a transparência não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores, inclusive intangíveis, que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor, de modo a gerar um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros;
- 2) Equidade – refere-se ao tratamento justo perante todos os acionistas e demais *stakeholders*, assumido, assim, que práticas discriminatórias constituem-se em ações inaceitáveis;
- 3) Prestação de contas (*accountability*) – preconiza que todos os envolvidos na gestão da empresa devem prestar contas de sua atuação, responsabilizando-se pelas consequências de suas atitudes, bem como de suas omissões; e
- 4) Responsabilidade corporativa – relaciona-se ao compromisso dos gestores em zelar pela sustentabilidade das empresas, com vistas a assegurar sua longevidade, incorporando questões de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações da organização.

2.1.4 Mecanismos de Governança Corporativa

Silveira (2002), partindo do entendimento de que a governança corporativa se constitui em um conjunto de mecanismos que objetivam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, reduzindo os conflitos e custos de agência decorrentes da separação entre propriedade e gestão do capital, relaciona três mecanismos internos e três externos que corroboram para o alcance do propósito da governança corporativa.

Como mecanismos internos, o autor menciona o Conselho de Administração, o sistema de remuneração e a estrutura de propriedade das ações da empresa. Quanto aos externos, destaca

o mercado de aquisição hostil, o mercado de trabalho competitivo e os relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente.

Silveira, Barros e Famá (2003, p. 58) defendem que “o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores no sistema de governança corporativa de uma determinada companhia.”

O Conselho de Administração exerce um papel fundamental nas empresas, uma vez que visa a proteger e a valorizar o patrimônio com o intuito de maximizar o retorno sobre o investimento, prevenindo e administrando situações de risco e conflito (OLIVEIRA DE DEUS, 2006).

Cabe ao Conselho de Administração o papel de zelar pelo objeto social e pelo sistema de governança, decidindo os rumos do negócio conforme o melhor interesse da empresa. Toda organização deve ter um Conselho de Administração eleito pelos sócios, sem, contudo, perder de vista as demais partes interessadas, seu objeto social e sua sustentabilidade no longo prazo. O Conselho de Administração deve sempre decidir em favor do melhor interesse da empresa como um todo, independentemente das partes que indicaram ou elegeram seus membros, em outras palavras, as decisões do conselho devem ser imparciais e estar amparadas nos princípios que norteiam as boas práticas de governança corporativa (IBGC, 2009).

De acordo com Salmasi (2007), os Conselhos podem ser compostos por pessoas de dentro da empresa (membros internos) ou fora dela (membros externos). A presença de muitos membros internos pode comprometer a imparcialidade e independência do conselho, uma vez que estes podem ser influenciados pelo presidente da empresa a agirem de forma pouco crítica, prejudicando o alcance do objetivo principal do conselho de assegurar que as decisões assumidas estejam sempre alinhadas com o melhor interesse da organização como um todo.

Neste sentido, Jensen (1993, p. 865) afirma que:

Como a possibilidade de uma atitude de animosidade e revide do diretor executivo é muito grande, é quase impossível para aqueles que se reportam diretamente ao diretor executivo participarem de forma aberta e crítica na avaliação e monitoramento do diretor executivo. Portanto, o único membro interno [executivo] do Conselho de Administração deve ser o diretor executivo.

Alguns órgãos, a exemplo do IBGC e OECD e outros participantes do mercado, recomendam às empresas determinadas práticas concernentes ao conselho de administração, que estão alinhadas com aquelas reconhecidas como geradoras da boa governança (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003).

Entre essas práticas, Silveira, Barros e Famá (2003) apontam para a necessidade de uma participação ativa e independente do Conselho de Administração, que pode ser alcançada por meio de uma estrutura de governança com:

- a) maior participação possível de membros independentes no conselho;
- b) pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho; e
- c) um conselho com número adequado de membros.

Quanto ao tamanho do Conselho de Administração, Jensen (1993) advoga que os conselhos com mais de sete ou oito membros possuem uma probabilidade menor de funcionar de forma eficaz, tornando-se mais fáceis de serem controlados pelo diretor executivo.

Hermalin e Weisbach (2001) defendem que a composição do conselho de administração não guarda relação com o desempenho da empresa, entretanto o tamanho do conselho e o desempenho relacionam-se negativamente.

Quanto ao sistema de remuneração, Okimura (2003, p. 24) afirma que o nível de remuneração como mecanismo de governança está fundamentado na hipótese de que:

[...] um administrador tende a arriscar menos a perda de um emprego, quanto maior for a sua remuneração proveniente dela, sendo que arriscar menos o emprego significaria agir de acordo com os interesses dos acionistas. De forma complementar, atrelar a remuneração dos administradores ao desempenho da empresa altera o foco contratual para um período *ex-post*. Os agentes teriam mais incentivos a maximizar a riqueza dos acionistas se agindo dessa maneira fossem recompensados proporcionalmente, sendo que as formas desse tipo de remuneração podem ser através da propriedade direta de parcela de ações da empresa ou na forma alternativa de *stock options*.

Cumprir dizer que o termo “*stock options*” refere-se a um tipo de remuneração variável, caracterizada como programa de incentivo de longo prazo, que permite aos administradores comprar ações da empresa em trabalho por um preço abaixo do mercado. Se a empresa crescer e houver geração de valor, os gestores também ganham com a valorização das ações

obtidas pelo programa de *stock options*. Frequentemente há um período de carência que varia entre três e cinco anos, denominado *vesting*, para o funcionário poder exercer o seu direito de compra e venda das ações. Caso o executivo deixe a empresa durante esse período, ele perde o direito às ações (MOTTA, 2005).

Andrade e Rossetti (2004) afirmam que a definição de um modelo eficaz de remuneração para a direção executiva de uma empresa está intimamente relacionada a dois propósitos básicos da boa governança: à redução dos custos de agência e ao alinhamento dos interesses imperfeitamente simétricos de acionistas e gestores. Neste contexto, os autores propõem quatro regras referentes ao sistema de remuneração, que podem contribuir para o alcance de boas práticas de governança:

- 1) Criação de um comitê de remuneração constituído por membros do conselho, preferencialmente acionistas e membros externos (independentes), ao qual caberá estabelecer parâmetros para a negociação do modelo de remuneração entre o presidente, o comitê e o conselho;
- 2) Vinculação do modelo de remuneração ao desempenho da empresa, tanto no curto quanto no longo prazo;
- 3) Balanceamento de relações custo-benefício de agência sob as perspectivas dos acionistas e dos gestores; e
- 4) Alinhamento do sistema de remuneração com os padrões de mercado mais recentes e eficazes.

Core, Guay e Larcker (2003) advertem que quase sempre se faz necessário compreender os objetivos dos acionistas, as características dos gestores e outros elementos da definição de tomada de decisão antes de se implementar planos de incentivo ou ampliar o nível de participação de capital pelos gestores.

Andrade e Rossetti (2004) afirmam que a estrutura de propriedade, enquanto mecanismo interno de controle de boas práticas de governança, configura-se como vantajosa a partir da concentração da propriedade acionária. Isso porque se a propriedade está nas mãos de poucos, estes conseguem exercer maior controle e acompanhamento sobre a gestão dos recursos aplicados, o que implica, em tese, redução de conflitos e menores custos de agência.

Neste contexto, Hitt, Ireland e Hoskisson (2009, p. 283) expõem que:

Em geral, a propriedade difusa (um grande número de acionistas com pequenos lotes de ações e poucos acionistas, se houver, detentores de grandes lotes) produz uma fraca monitoração das decisões gerenciais. Entre outros problemas, a propriedade difusa torna difícil aos proprietários a efetiva coordenação das ações dos gestores. [...] Assim, com alto grau de concentração da propriedade, há maior probabilidade de que as decisões dos gestores serão destinadas a maximizar o valor para os acionistas.

Por outro lado, Shleifer e Vishny (1997) alertam para o fato de que a concentração de propriedade pode ser também desvantajosa. Considerando que o acompanhamento e o controle das decisões gerenciais se concentram nas mãos de poucos e grandes investidores, estes defenderão e resguardarão seus próprios interesses, decorrendo a possibilidade de os mesmos poderem não coincidir com os dos demais investidores (minoritários). Assim, na utilização de seus direitos de controle, com o intuito de maximizar o retorno sobre seu investimento, os grandes investidores podem redistribuir a riqueza dos outros investidores de forma eficiente ou ineficiente.

Conforme exposto acima, a concentração de propriedade pode levar à apropriação e à aplicação indevidas de recursos dos investidores minoritários pelos majoritários, caracterizando o que se denomina expropriação. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a expropriação pode assumir as seguintes formas: a expropriação pura e simples dos outros investidores (minoritários), gerentes e empregados; a expropriação ineficiente através da busca de objetivos pessoais (sem fins lucrativos de maximização) e os efeitos gerados pelo incentivo à expropriação sobre os outros *stakeholders*.

La Porta et al. (2000) defendem que a expropriação pode ter uma variedade de formas. Em alguns casos, os acionistas majoritários simplesmente se apropriam indevidamente dos lucros. Em outros, vendem a produção, os bens ou valores mobiliários adicionais da empresa que controlam a outra empresa que possuem, a preços abaixo daqueles praticados pelo mercado. Há ainda aquelas situações em que a expropriação tem a forma de desvio de oportunidades corporativas da empresa, instalando possivelmente membros da família em cargos de gerência, ou por meio do pagamento de salários excessivamente elevados aos executivos.

Contudo, há de se ressaltar que a concentração da propriedade acionária, implicando existência de grandes acionistas, constitui-se em um instrumento para minimizar os custos de

agência em países com baixa proteção legal e institucional dos investidores, cenário típico de estados cujas práticas de governança corporativa são pouco desenvolvidas (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA ET AL., 1999; BEBCHUK, 1999; LA PORTA ET AL., 2000; GOMES, 2000).

A partir deste ponto, tratar-se-á dos mecanismos externos de governança corporativa, iniciando pelo mercado de aquisição hostil. Denis e McConnell (2003) afirmam que quando os mecanismos internos de governança atingem um grau elevado de ineficiência, gerando uma diferença de preços significativa entre o valor da empresa e o seu valor potencial, há um grande incentivo para que investidores externos tomem o controle da empresa. Desta forma, os autores argumentam que a ameaça de uma mudança de controle da empresa funcionaria como incentivo aos gestores para manterem o valor da empresa elevado, não abrindo espaço, portanto, para prêmios que justifiquem o interesse de investidores externos. Assim, como consequência, os gestores buscariam agir atendendo o melhor interesse dos proprietários dos recursos, reduzindo os problemas e custos de agência.

Corroborando com a idéia de Denis e McConnell (2003), Andrade e Rossetti (2004) definem uma aquisição hostil a partir da ocorrência de deságios acentuados, que conduzam a diferenças expressivas entre o valor de mercado da empresa e o valor potencial efetivo a médio prazo, permitindo que investidores adquiram grandes lotes de ações com direito a voto e assumam o controle da organização.

O mercado de aquisição hostil também pode ser denominado mercado de controle corporativo. Hitt, Ireland e Hoskisson (2009, p. 290) observam que:

O mercado de controle corporativo é um mecanismo externo de governança que se torna ativo quando os controles internos de uma empresa fracassam. O mercado de controle corporativo é composto de indivíduos e empresas que compram posições de propriedade ou assumem o controle por *takeover* em corporações potencialmente subvalorizadas, a fim de poderem formar novas divisões em companhias diversificadas estabelecidas ou fundir duas empresas anteriormente separadas. Uma vez que se presume que os executivos da empresa subvalorizada são responsáveis pela formulação e implementação da estratégia que levou ao mau desempenho, eles são frequentemente substituídos. Assim, quando opera eficientemente, o mercado de controle corporativo garante que gestores que sejam ineficientes ou que ajam de maneira oportunista sejam disciplinados.

Becht, Bolton e Röell (2002) destacam a importância do mercado de aquisição hostil como instrumento de governança ao afirmarem que este se constitui em um dos mais radicais e espetaculares mecanismos para disciplinar e substituir gerentes.

Um outro mecanismo externo de alinhamento dos interesses dos gestores aos dos proprietários do capital pode ser definido a partir do mercado de trabalho competitivo, tomando-o em dois aspectos: 1) o mercado de atuação da empresa; e 2) o mercado de trabalho dos altos executivos (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

Quanto ao mercado de atuação da empresa, faz-se oportuno ressaltar que conforme Jensen (1993), as empresas que não forem capazes de oferecer a preços competitivos aos seus clientes o produto por eles desejado, não terão condições de se manterem no mercado por muito tempo.

Para Andrade e Rossetti (2004), a perda de mercado, caracterizada pela preferência de clientes e consumidores pelos produtos da concorrência, bem como o crescimento inferior ao do setor de atuação da empresa resultam do desempenho ineficiente e pouco competente dos gestores e controladores. Em última análise, a perda de competitividade de uma empresa pode abrir espaço para aquisições hostis ou para outras forças de controle, tanto externas quanto internas.

Neste sentido, o mercado competitivo atua como força favorável à harmonização de interesses entre gestores e proprietários do capital ao incentivar que os gestores atuem de modo a assegurar a competitividade da empresa por meio da maximização de seu valor de mercado. Há de se destacar também que tanto a competitividade do mercado de trabalho dos altos executivos quanto a possibilidade de uma aquisição hostil funcionam como estímulos à boa gestão, uma vez que os executivos desejam manter seus empregos (OKIMURA, 2003; ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

Não obstante, Jensen (1993) alerta que o mercado de trabalho competitivo constitui-se em um mecanismo de governança que atua lentamente, de modo que, quando seus efeitos venham a ser percebidos, pode ser tarde para se salvar a empresa. Neste contexto, o autor recomenda que para evitar esse desperdício de recursos é importante tornar os outros mecanismos de governança mais rápidos e eficientes.

O terceiro mecanismo externo de governança apontado por Silveira (2002) compõe-se dos relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente. Andrade e Rossetti (2004) afirmam que este mecanismo corresponde a um dos mais importantes valores da boa governança: a prestação de contas responsável ou *accountability*.

O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa editado pelo IBGC em 2009 recomenda que as empresas devem divulgar, ao menos em seu *website*, de forma completa, objetiva, tempestiva e igualitária, relatórios periódicos informando sobre todos os aspectos de sua atividade empresarial, inclusive os de ordem socioambiental, operações com partes relacionadas, custos das atividades políticas e filantrópicas, remuneração dos administradores, riscos, entre outras, além das informações econômico-financeiras e das demais exigidas por lei. Esses relatórios devem conter ainda relatos sobre as atividades do Conselho e seus comitês, assim como um detalhamento do modelo de gestão e de governança. O IBGC ressalta ainda que, apesar de o relatório anual ser a mais abrangente e usual forma de prestação de informações à sociedade e aos acionistas, não deve ser usado como limitador da tempestividade e da periodicidade da comunicação da empresa.

De acordo com Andrade e Rossetti (2004), em mercados mais avançados quanto à adoção das boas práticas de governança corporativa, os padrões requeridos para as demonstrações financeiras estão em consonância com as normas internacionais de contabilidade. Neste sentido, o IBGC (2009) chama a atenção para o fato de que as empresas devem reconhecer as tendências internacionais, preparando seus relatórios periódicos de acordo com padrões internacionalmente aceitos no que diz respeito à contabilidade e às diretrizes para elaboração de relatórios que incluam aspectos econômico-financeiros, sociais, ambientais e de governança corporativa.

Segundo Oliveira (1998, p. 16), “o conhecimento é fator primordial para que se possa tomar alguma decisão. Esse conhecimento se dá através de informações e da forma pela qual elas são evidenciadas.” Corroborando essa idéia, Procianoy e Rocha (2002) afirmam que as decisões de investimento são tomadas pelos investidores a partir da quantidade e da qualidade de informações disponíveis acerca das empresas.

Para Dantas, Zendersky e Niyama (2004), a empresa deve divulgar informações qualitativas e quantitativas que permitam aos usuários compreender as atividades desenvolvidas, bem como

seus riscos, atendendo assim, aos requisitos indispensáveis de tempestividade, detalhamento e relevância.

Neste contexto, Quinteiro (2004, p. 1) defende que “a evidenciação de informações contábeis relevantes reduz a assimetria de informações no mercado e, conseqüentemente, o risco de os investidores cometerem erros em suas decisões, aumentando a atração de capitais.” Assim, os relatórios contábeis periódicos constituem-se em importante mecanismo de redução da assimetria de informações entre os investidores e os gestores da empresa e, conseqüentemente, dos custos de agência; razão pela qual quanto mais rigorosos os padrões contábeis exigidos, maior a eficiência deste mecanismo de governança.

2.1.5 Modelos de Governança Corporativa

Assim como existem vários conceitos de governança corporativa, também há uma grande diversidade de modelos de governança praticados em diferentes países (ANDRADE; ROSSETTI, 2004). Conforme Oliveira (2000), os diferentes modelos de governança resultam de condições históricas, culturais e institucionais dos países em que cada um deles predomina.

Silveira (2002, p. 18) defende que “o sistema de governança corporativa adotado pelas empresas depende, em grande parte, do ambiente institucional no qual está inserida [sic].” Para este autor o Estado, enquanto responsável pela definição dos sistemas legal e financeiro, delinea a formação do mercado de capitais e o grau de proteção aos investidores, influenciando, desta forma, o modelo de governança empregado pelas empresas em cada país.

Andrade e Rossetti (2004) afirmam que a diversidade de modelos de governança decorre também da formação econômica dos países, destacando aqui as questões referentes à configuração e à maturidade do sistema financeiro, e dentro deste último, o desenvolvimento do mercado de capitais, da cultura empresarial e das instituições legais, sendo que todos estes fatores definem, conjuntamente, a forma dominante de propriedade e financiamento das empresas.

Segundo Silveira (2002), há diferenças relevantes entre os melhores modelos de governança corporativa do mundo, como o anglo-saxão, o alemão e o japonês. Contudo, o autor alerta que as diferenças entre eles, provavelmente, são menos acentuadas do que as diferenças com relação aos outros países menos desenvolvidos.

Por outro lado, na Itália, o subdesenvolvimento dos mecanismos de governança corporativa retarda de maneira significativa o fluxo de capitais externos para as empresas (PAGANO; PANETTA; ZINGALES, 1998). Shleifer e Vishny (1997) afirmam que em países do antigo bloco socialista, os mecanismos de governança corporativa também se caracterizam como precários.

Okimura (2003 p. 26) afirma que “tradicionalmente, os estudos apontam para dois modelos que podem caracterizar as estruturas dos demais países, que são os modelos anglo-saxão e o nipo-germânico.” De acordo com Andrade e Rossetti (2004), o primeiro modelo caracteriza-se pela tipologia de propriedade das empresas, pela forma dominante de financiamento das organizações e centraliza sua atenção no acionista, em seus interesses e direitos. O outro é definido pela postura do mundo corporativo quanto ao seu envolvimento e compromisso com objetivos de maior amplitude, não limitados aos de natureza econômico-financeira. Assim, os modelos nipo-germânicos vão além do retorno do investimento e da geração de riqueza para os acionistas, assumindo compromissos com outras partes interessadas no desenvolvimento das empresas e no impacto de suas ações.

De acordo com Okimura (2003), o modelo anglo-saxão caracteriza-se por empresas com propriedade dispersa, de modo que o poder de cada acionista é fraco em decorrência de sua pequena parcela de propriedade. Nesta estrutura de propriedade amplamente pulverizada, o baixo grau de influência e controle exercidos pelos acionistas motiva a venda de ações quando a empresa apresenta um mau desempenho, o que pode levar a aquisições hostis.

Apesar de o poder individual do acionista ser fraco, Okimura (2003, p. 26) afirma que “os interesses dos acionistas dentro desse modelo são amplamente protegidos por um mercado acionário com alta liquidez, alta necessidade de transparência das informações e *enforcement* dos direitos dos acionistas minoritários.”

Os objetivos dos modelos de origem anglo-saxônica estão estritamente vinculados aos interesses dos acionistas, quais sejam: criação de valor, riqueza e geração de retorno. Os indicadores de desempenho adotados concentram-se nas demonstrações patrimoniais e financeiras, e as avaliações e aferições constituem-se em focos da governança (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

No modelo nipo-germânico, Okimura (2003) expõe que, ao contrário do modelo anglo-saxão, observa-se a presença de grandes investidores, tais como bancos, instituições financeiras, outras empresas e famílias que, por possuírem uma parcela significativa de ações, exercem maior acompanhamento sobre a gestão. Outra característica refere-se à utilização em larga escala de estruturas piramidais e de propriedade cruzada.

Oliveira de Deus (2006, p. 24) explica o que são estruturas piramidais a partir de um exemplo:

Ao utilizar uma estrutura piramidal, um investidor consegue controlar um volume maior de ativos que controlaria sem a utilização desse mecanismo. Pode-se verificar isso no exemplo seguinte: um investidor A possui \$ 60.000. Este investidor aplica todo seu capital nas ações de uma empresa na qual os demais acionistas possuem \$ 40.000. Neste caso, o investidor A possui 60% das ações e poder para controlar \$ 100.000 em ativos. Se a empresa do investidor A utilizar \$ 60.000 para adquirir 60% das ações de uma segunda empresa, o investidor A passará a ter controle sobre os \$ 100.000 da primeira empresa acrescidos de mais \$ 40.000 dos sócios da segunda empresa, totalizando \$ 140.000 e assim por diante, em cada aquisição que a empresa obtenha a maioria das ações de uma outra empresa.

Quanto à propriedade cruzada, Oliveira de Deus (2006, p. 26) afirma que “isto ocorre, por exemplo, quando uma empresa A adquire ações de uma empresa B, que por sua vez, possua ações da empresa A.”

De acordo com Andrade e Rossetti (2004), o modelo nipo-germânico apresenta um conjunto ampliado de interesses e, uma vez que considera um leque mais aberto de públicos-alvos, adota diversos indicadores de desempenho, indo além dos resultados patrimoniais e financeiros, voltando sua atenção também para a sustentabilidade e a função social da empresa.

Silveira (2002, p. 31) aponta algumas características do modelo de governança corporativa adotado por empresas brasileiras listadas em bolsa, dentre as quais, destacam-se:

Estrutura de propriedade com forte concentração das ações com direito a voto (ordinárias) e alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais);
Empresas com controle familiar ou compartilhado por alguns poucos investidores alinhados por meio de acordo de acionistas para resolução das questões relevantes;
Presença de acionistas minoritários pouco ativos;
Alta sobreposição entre propriedade e gestão, com os membros do conselho representando os interesses dos acionistas controladores;
Pouca clareza na divisão dos papéis entre conselho e diretoria, principalmente nas empresas familiares [...].

Independentemente do modelo de governança corporativa adotado, em todos eles está presente o principal objetivo da governança, que consiste em minimizar os conflitos de agência que podem ocorrer nas relações entre acionistas e diretores executivos, bem como entre acionistas majoritários e minoritários. As boas práticas de governança foram moldadas para harmonizar interesses em conflito e bloquear oportunismos (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

2.1.6 Níveis de governança corporativa instituídos pela BOVESPA

Com o intuito de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse simultaneamente o interesse dos investidores e a valorização das empresas, a BOVESPA instituiu em dezembro de 2000 os níveis diferenciados de governança corporativa, que se constituem em segmentos especiais de listagem na referida bolsa.

Segundo a BOVESPA (2010), empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das organizações por meio da divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento do desempenho da empresa.

Parte-se do pressuposto de que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas confere maior credibilidade ao mercado acionário, aumentando, assim, a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo o custo de captação de recursos pelas empresas (BOVESPA, 2010).

Atualmente, a BOVESPA trabalha com três níveis de governança corporativa: nível 1, nível 2 e novo mercado, com a exigência de critérios em escala crescente no que diz respeito às práticas diferenciadas de governança corporativa. Formaliza-se a adesão por meio de um contrato, cuja adesão é voluntária, assinado pela BOVESPA, pela empresa, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores.

De acordo com a BOVESPA (2010), as empresas que aderem ao nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Abaixo estão relacionadas as principais obrigações adicionais à legislação societária, assumidas pelas empresas listadas no nível 1 de governança corporativa:

- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, incluindo demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas a demonstração dos fluxos de caixa;
- Melhoria nas informações anuais, incluindo a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da empresa detidos pelos grupos de acionistas do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- Apresentação de um calendário anual, constando a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc.;
- Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a empresa e partes relacionadas;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia; e
- Adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital, quando da realização de distribuições públicas de ações.

As empresas listadas no nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao nível 1 e a um conjunto mais amplo de práticas de governança definido pela BOVESPA conforme segue:

- Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais;

- O Conselho de Administração deve possuir no mínimo cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- Direito de voto às ações preferenciais em algumas questões, tais como: transformação, incorporação, fusão ou cisão da empresa e aprovação de contratos entre a organização e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral;
- Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da empresa e de no mínimo 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível; e
- Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Cumpra mencionar que alguns desses compromissos devem ser aprovados em assembléias gerais e incluídos no estatuto social da empresa.

O Novo Mercado, por sua vez, constitui-se em um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometam a emitir apenas ações ordinárias, além de adotarem todas as práticas de governança corporativa requeridas pelos níveis 1 e 2.

Da mesma forma que ocorre no nível 2, alguns dos compromissos assumidos pelas empresas no Novo Mercado deverão ser aprovados em assembléias gerais e incluídos no estatuto social da empresa.

2.1.7 Instituições Financeiras e Governança Corporativa

As instituições financeiras apresentam como principal peculiaridade em relação às empresas não-financeiras a essência de seu negócio, que consiste fundamentalmente na intermediação

financeira e na administração de recursos de terceiros. Neste contexto, Goulart (2007) afirma que o importante papel desempenhado pelos recursos de terceiros no desenvolvimento e sustentabilidade das atividades das organizações financeiras torna relevante a captação de recursos a custos baixos.

Segundo Zendersky et al. (2004), as atividades desenvolvidas pelas instituições financeiras requerem o processamento de um grande volume de informações e agilidade na tomada de decisões, pois frequentemente envolvem valores expressivos. Outro fator relevante para a gestão das empresas financeiras levantado pelos autores consiste na globalização. Isso porque a partir da globalização os mercados tornaram-se mais frágeis por meio da interligação das economias, e a movimentação de recursos entre países assumiu grande velocidade, sendo facilitada pela internet.

Um aspecto relevante acerca das instituições financeiras reside no fato de a maior parte de seus ativos ser monetária. Essa característica denota que as organizações financeiras estão mais expostas a riscos que as empresas não financeiras. Há três principais riscos nos quais as instituições financeiras incorrem: 1) risco de o cliente não pagar o empréstimo ou financiamento; 2) risco de as taxas de juros oscilarem de forma desfavorável à instituição; e 3) risco inerente à atividade, como por exemplo, fraude e erros (ZENDERSKY ET AL., 2004).

Considerando a grande dependência das instituições financeiras em relação ao capital de terceiros, o dinamismo das atividades por elas desempenhadas e os riscos por elas incorridos, Vieira (2007) destaca a importância da adoção de boas práticas de governança corporativa por empresas integrantes do setor financeiro. Segundo o autor, o compromisso dessas instituições com práticas de governança permite a redução dos custos de captação e as torna mais preparadas para enfrentar riscos e ameaças. Neste sentido, Vieira (2007, p. 86) afirma que:

Ante o dinamismo e a constante sofisticação que caracteriza [sic] os mercados globalizados, não raramente despontam novas formas de riscos e ameaças. Cabe à instituição [financeira] precaver-se, adotando, como salvaguarda, o instrumental disponibilizado pelas boas práticas de governança corporativa.

Há de se mencionar ainda a importância da adoção de boas práticas de governança corporativa por empresas financeiras como forma de fortalecer e desenvolver o mercado de capitais (VIEIRA, 2007).

Além de destacar a importância da adoção de boas práticas de governança pelas instituições financeiras, faz-se necessário mencionar alguns aspectos que diferenciam a estrutura de governança destas empresas daquela verificada nas instituições não-financeiras.

Referindo-se às instituições bancárias, Ciancanelli e Gonzalez (2000) apontam três peculiaridades importantes destas empresas em relação aos pressupostos da teoria de agência. Segundo os autores, a teoria de agência sustenta-se em três premissas básicas: 1) a competitividade do mercado; 2) o problema da assimetria de informações surge na relação entre proprietários e gestores; e 3) a estrutura ótima de capital de uma empresa requer alavancagem limitada. Em contraposição às esses pressupostos, Ciancanelli e Gonzalez (2000) argumentam que as instituições financeiras atuam em mercados fortemente regulados; apresentam problemas de agência mais complexos, envolvendo outras partes interessadas, além de proprietários e gestores; e possuem estrutura de capital altamente alavancada, em decorrência da função de intermediação financeira por elas desempenhada.

A regulação (exercida por órgãos de controle e pela legislação) à qual estão submetidas as instituições financeiras caracteriza-se como um importante mecanismo externo de governança corporativa, não presente nas empresas não-financeiras (PROWSE, 1997).

Banzas (2005) defende que a regulamentação existente no setor financeiro relaciona-se à necessidade de se resguardar não apenas o interesse particular dos proprietários, como também o interesse público, representado, sobretudo, pelos consumidores dos serviços de intermediação financeira. Além disso, o autor afirma que essa regulamentação preocupa-se fundamentalmente com o risco sistêmico, que se refere à importância das instituições financeiras na economia, evidenciada dentre outros aspectos pela alocação de recursos entre poupança e investimento, à alta alavancagem apresentada por estas instituições, e aos desdobramentos que possíveis crises nestas empresas podem gerar em todo o sistema econômico.

Assim, as políticas de regulamentação impostas às instituições financeiras pelos órgãos competentes objetivam minimizar o risco do sistema financeiro e, em última análise assegurar a estabilidade da economia como um todo, garantindo neste caso o atendimento ao interesse público de consumidores e demais participantes do sistema econômico. Desta forma, o risco do negócio, que em empresas não-financeiras é assumido totalmente pelos acionistas e

credores, em instituições financeiras é partilhado com autoridades externas responsáveis pela regulação, supervisão e normatização do setor (BANZAS, 2005).

De acordo com Ciancanelli e Gonzalez (2000), outra característica própria das organizações financeiras diz respeito à diversidade e maior complexidade das relações de agência. Além da relação existente entre gestores e proprietários, as empresas financeiras frequentemente apresentam outros três tipos de relacionamento de agência: 1) relação entre depositantes, instituição financeira e regulador; 2) relação entre proprietários, gerentes e regulador; e 3) relação entre devedores, gerentes e regulador.

A partir das especificidades apresentadas pelas empresas financeiras no que concerne às questões de governança corporativa, cumpre mencionar que estas particularidades, representadas principalmente pela forte regulamentação do setor, podem fazer com que a influência dos mecanismos de governança no desempenho e valor das instituições financeiras seja menor do que aquela verificada em organizações não-financeiras (ANDRADE, 2005).

2.2 *Valuation*

Neste item serão abordados os principais métodos de avaliação de empresas, bem como a importância da mensuração do valor de uma empresa. Além disso, a seção contemplará uma breve explanação sobre o Q de Tobin, tratando-o como método alternativo para aproximação do valor de empresas.

2.2.1 A importância da mensuração do valor das empresas

A apuração do valor de uma empresa pode estar relacionada a diversos objetivos, tais como: compra e venda de negócios; fusão, cisão e incorporação de empresas; dissolução de sociedades; liquidação de empreendimentos e avaliação da habilidade dos gestores de gerar riqueza para os acionistas (MARTINS, 2001).

Considerando a premissa básica da teoria de Finanças, que se traduz no objetivo de geração de riqueza para os acionistas, pode-se dizer que o valor de uma empresa depende de seu desempenho esperado no futuro. Em outras palavras, o valor econômico de uma organização está intimamente relacionado à sua capacidade de gerar valor (ASSAF NETO, 2008).

De acordo com Rappaport (2001), o valor para o acionista vem assumindo importância desde a década de 80 e tende a se transformar em um padrão global para o desempenho das empresas. As empresas que não têm sido geridas com este foco são penalizadas pelo mercado gerando uma diferença entre o valor da empresa se ela estivesse sendo operada com objetivo de maximizar o valor para o acionista e seu valor atual de mercado.

Considerando que as decisões financeiras estão relacionadas ao objetivo básico de criação de valor da empresa de forma a maximizar a riqueza dos acionistas, pode-se afirmar que a avaliação de empresas constitui-se em importante instrumento de gestão, uma vez que permite estimar os benefícios futuros que uma empresa pode gerar. Desta forma, a avaliação de uma empresa pode ser utilizada como meio de se verificar se a organização está alinhada com o objetivo de criação de valor para o acionista.

Além disso, a relevância do tema avaliação de empresas evidencia-se, conforme expõem Perez e Famá (2003), pelo crescente número de fusões e aquisições em uma economia globalizada, pelo elevado número de processos judiciais de cisão, dissolução parcial ou total de sociedades e pelas significativas oscilações de preços das ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo.

Para se obter o valor de uma empresa, faz-se necessário conhecer os benefícios líquidos que se espera produzir no presente e no futuro. Neste sentido, Miranda, Reis e Lemes (2005) sugerem que o valor de uma empresa deve ser monitorado continuamente, pois a todo instante surgem novas informações sobre a empresa e sobre o mercado, as quais exercem impactos sobre o valor.

Assim, conforme aponta Assaf Neto (2008), a avaliação de uma empresa não consiste em um processo que permite obter resultados precisos e inquestionáveis. Procura-se retratar a realidade esperada do ambiente econômico da organização a partir de cenários fundamentados em previsões, indicadores e hipóteses comportamentais. Contudo, apesar dos esforços para

melhor quantificar os parâmetros previstos, esses se constituem em aproximações razoáveis da realidade, incorporando certa dose de subjetividade trazida pelo analista.

Neste contexto, Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 237) afirmam que “ninguém é capaz de prever o futuro. Mas, uma análise cuidadosa pode render *insights* sobre a maneira como uma empresa pode se desenvolver.”

De acordo com estes autores, o pensamento cuidadoso e o trabalho duro levam à capacidade de antecipação. Eles afirmam ainda que a correção metodológica é uma parte pequena, porém necessária, do processo (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Frezatti (2003, p. 112) argumenta que “não se pode esquecer que a atividade de identificação e projeção do valor de uma empresa é algo que mais se assemelha à arte, ao artesanato, do que propriamente a uma ciência, como pretendida por alguns autores.”

2.2.2 Modelos de avaliação de empresas

Apesar da diversidade de modelos de avaliação existentes, Damodaran (1999) defende que não há o modelo melhor. O modelo a ser utilizado em um determinado cenário variará em função de uma ampla gama de características do ativo ou da empresa que está sendo avaliada. O autor afirma ainda que a escolha do modelo correto a ser empregado em uma avaliação é tão crítica para se obter um valor razoável quanto compreender como utilizar o modelo.

Corroborando com Damodaran (1999), Martins (2001) afirma que existem vários modelos de avaliação de empresas, devendo sua escolha considerar o propósito da avaliação e as características próprias do empreendimento, sendo que o maior desafio do avaliador consiste em definir o modelo que se apresenta como mais apropriado.

Copeland, Koller e Murrin (2002) recomendam que na escolha de um modelo de avaliação deve-se evitar atalhos, pois geralmente tomam mais tempo no longo prazo. Assim, o analista deve utilizar seu tempo para construir um modelo adequado de avaliação antes de tentar tirar conclusões.

A seguir, abordar-se-á brevemente os principais métodos de avaliação de empresas, enfatizando aqueles que utilizam o fluxo de caixa como parâmetro para cálculo do valor de uma empresa.

2.2.2.1 Avaliação patrimonial contábil

O modelo de avaliação patrimonial contábil fundamenta-se na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais, correspondendo, portanto, ao valor do patrimônio líquido, conforme explicitado na equação abaixo:

$$\text{Valor da empresa} = \text{Ativos contábeis} - \text{Passivos exigíveis contábeis} = \text{Patrimônio líquido}$$

Martins (2001, p. 269) recomenda o uso deste modelo por “empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *goodwill* significativo.” Deste modo, as limitações deste modelo de avaliação tornam seu uso restrito.

Assaf Neto (2008, p. 697) define *goodwill* como sendo o “valor de uma empresa em excesso ao valor que se despenderia para construí-la (valor de reposição de seus ativos).” O autor afirma ainda que muitos tratam o *goodwill* como sobrevalor da empresa em relação ao seu valor patrimonial.

Marcas registradas, *market share*, conhecimento organizacional, qualidade dos processos internos, *know-how* do corpo funcional e credibilidade de mercado constituem alguns dos componentes do *goodwill* levantados por Perez e Famá (2003), que afirmam serem os principais fatores que dificultam a utilização do método de avaliação patrimonial contábil:

As demonstrações contábeis, normalmente, estão baseadas em custos históricos, não atribuindo aos ativos seus valores correntes;

A contabilização de acordo com o princípio de competência, associada com os conceitos da realização de receitas e da confrontação de despesas, torna a contabilidade desbalanceada com relação a alguns direcionadores de valor como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado;

Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, que entretanto, são muito relevantes para apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras, além é claro, de grande parte dos chamados ativos intangíveis, em especial o *Goodwill* [...]. (PEREZ; FAMÁ, 2003, p. 3-4).

Assaf Neto (2008, p. 652) afirma que “o montante do patrimônio líquido ou valor patrimonial nada tem a ver com o genuíno valor de mercado da empresa, estando mais diretamente vinculados ao valor de compra (custo) de seus ativos.” O autor complementa, dizendo que o valor de uma empresa depende de seu desempenho esperado no futuro, ou seja, de sua capacidade de produzir riqueza, e não do custo de seus ativos.

2.2.2.2 Avaliação patrimonial de mercado

Este modelo assenta-se nos mesmos princípios baseados pelo modelo de avaliação patrimonial contábil, entretanto, pode ser considerado um aperfeiçoamento deste, uma vez que ajusta o valor individual dos itens patrimoniais para valores de mercado.

Segundo Martins (2001), este método de avaliação consiste na mensuração do conjunto de ativos e passivos exigíveis com base no valor de mercado de seus itens específicos. Dentre os exemplos citados pelo autor, destacam-se: a avaliação do estoque de matérias-primas pelo custo de sua reposição, do estoque de produtos acabados pelo valor líquido de realização e das contas a receber pelo valor presente do recebimento futuro.

A equação para cálculo do valor da empresa por este critério segue abaixo:

$$\text{Valor da empresa} = \text{Ativos ajustados} - \text{Passivos exigíveis ajustados} = \text{Patrimônio líquido ajustado}$$

Müller e Teló (2003) defendem que o modelo de avaliação patrimonial pelo mercado objetiva corrigir a deficiência mencionada no método de avaliação patrimonial, atualizando os valores dos ativos e passivos ao valor de mercado. Ao se atualizar os valores de ativos e passivos, obtém-se o valor do patrimônio líquido atualizado.

Embora esse modelo seja válido para um número maior de situações, ao ser comparado com o modelo de avaliação patrimonial contábil, ele apresenta como desvantagem o fato de desprezar os benefícios líquidos futuros que os ativos e passivos seriam capazes de gerar (MARTINS, 2001).

2.2.2.3 Preço por ação, lucro por ação de ações similares ou múltiplos de mercado

Este modelo baseia-se na comparação da empresa avaliada com outras que possuam características semelhantes, tais como: segmento econômico, nível tecnológico, perfil gerencial, entre outras. Obtém-se o valor da empresa, a partir da multiplicação de seu lucro pela relação entre o preço e o lucro por ação das demais organizações (MARTINS, 2001).

Desta forma, o cálculo do valor da empresa implica seleção de um grupo de empresas cujas atividades e características são similares às da organização objeto de avaliação, obtendo-se em seguida, a relação entre o preço e o lucro das ações deste grupo, o que resulta em um índice médio de mercado "x". Este índice será utilizado na multiplicação pelo lucro por ação da empresa objeto de avaliação a fim de se alcançar seu valor de mercado. Martins (2001) expressa a equação de cálculo do valor da empresa da seguinte forma:

$$P / L = x \quad \text{logo} \quad V = x \cdot L$$

Martins (2001) afirma que em um mercado eficiente o índice obtido pela relação entre o preço e o lucro das ações de um grupo de empresas semelhantes proporcionaria uma medida normalizada para comparação dos preços das ações. Além disso, o autor aponta como vantagem do método a possibilidade de se mensurar o tempo necessário para se recuperar o investimento inicial (período de *payback*), partindo-se do pressuposto de que os níveis de benefícios permanecerão constantes.

Para Damodaran (1999), um mercado eficiente caracteriza-se pelo fato de o preço de mercado constituir-se em uma estimativa não tendenciosa do valor real do investimento. Deste modo, adotando-se a hipótese de mercado eficiente, o preço de mercado refletiria as expectativas de

lucros da empresa, seus riscos comerciais e financeiros, o valor dos seus ativos, além dos aspectos intangíveis que influenciam o valor da empresa.

Segundo Martins (2001), este método de avaliação apresenta três limitações principais: 1) considera o lucro contábil; 2) ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos; e 3) considera implícita a idéia de eficiência de mercado.

De acordo com Assaf Neto (2008), o método baseado na relação entre o preço e o lucro de ações similares constitui-se em uma forma relativa de avaliação, uma vez que se fundamenta em uma média calculada para o setor de atuação da empresa avaliada. Neste sentido, o autor afirma ser complexa a tarefa de identificar no mercado empresas similares para serem usadas como referência de avaliação. Isso porque, segundo o autor, é difícil encontrar empresas comparáveis, pois dentro de um mesmo setor de atividade, as empresas diferenciam-se quanto ao risco, tamanho, perfil de clientes, tecnologia, poder de ganho futuro, entre outros.

Além disso, Assaf Neto (2008) aponta como limitação a fragilidade do mercado de capitais no Brasil, que com sua extrema volatilidade e baixa qualidade das informações disponíveis, impõe inúmeras restrições à adoção deste método.

2.2.2.4 Capitalização dos lucros

De acordo com Martins (2001), este método caracteriza-se pela capitalização dos lucros médios ponderados antes dos juros e dos tributos a uma taxa determinada subjetivamente. O autor afirma que em pequenos negócios que apresentem certa tradição de lucratividade, a taxa de capitalização utilizada situa-se no intervalo entre 33% e 17%.

As principais críticas a esta forma de avaliação referem-se ao uso do lucro apurado segundo os preceitos da contabilidade tradicional e à subjetividade e dificuldade na definição do fator de capitalização.

No processo de avaliação pela capitalização dos lucros, Martins (2001) recomenda cuidados na identificação de dois elementos: 1) o lucro do comprador depois da operação ajustado pelas tendências; e 2) a taxa de capitalização adequada.

2.2.2.5 Múltiplos de faturamento

Conforme Martins (2001), o método de avaliação por múltiplos de faturamento consiste em uma versão simplificada do modelo de capitalização dos lucros, uma vez que nele se substitui o lucro contábil pelo faturamento da empresa, considerando irrelevantes as informações referentes aos demais itens do resultado do exercício. Para este autor, a simplificação decorrente do emprego do faturamento em detrimento do lucro contábil justifica o fato de que este modelo seja tão frequentemente utilizado.

Dada a simplificação representada por este instrumento de avaliação, recomenda-se seu emprego para empresas de pequeno porte, cujo sistema contábil inexistente ou não seja confiável. Para Martins (2001, p. 272):

A simplicidade do modelo de múltiplos de faturamento parece compatível com pequenos negócios (padarias, farmácias etc.), em que os eventos econômicos associados às operações da entidade possuem baixo nível de complexidade e existe forte homogeneidade no setor. Assim, com base na experiência do avaliador, a fixação primordialmente subjetiva do multiplicador tende a não comprometer a aproximação do valor econômico do empreendimento.

Neste contexto, Müller e Teló (2003) afirmam que, geralmente, esse modelo é adotado por analistas e consultores que se valem da experiência adquirida a partir da observação da movimentação do mercado para definirem um multiplicador arbitrário.

2.2.2.6 Múltiplos de fluxo de caixa – EBITDA

Segundo Martins (2001, p. 272), “há alguns anos, os múltiplos de fluxo de caixa têm substituído os múltiplos de lucros na avaliação de empresas.” O modelo de avaliação por

múltiplos de caixa fundamenta-se na determinação do EBITDA – *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*, que corresponde aos Lucros Antes dos Juros, Impostos sobre o Lucro, Depreciação, Amortização e Exaustão (LAJIR), associado a um multiplicador de mercado, resultando, assim, na estimação do valor da empresa.

Assaf Neto (2008, p. 152) versa o que segue acerca do conceito do EBITDA ou LAJIR:

O conceito de *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization* (EBITDA), amplamente usado na análise financeira como medida de capacidade de geração operacional de caixa, é determinado pela soma do lucro operacional (antes do Imposto de Renda) e as despesas não desembolsáveis (depreciação, basicamente). É um indicador financeiro equivalente ao fluxo operacional de caixa, evidenciando a capacidade financeira da empresa em remunerar os proprietários de capital (credores e acionistas).

Com o intuito de facilitar o entendimento da aplicação e desenvolvimento do modelo, apresenta-se a seguir um exemplo proposto por Martins (2001, p. 273). No quadro 1, demonstra-se o cálculo do EBITDA ou LAJIR.

Para o cálculo do valor da empresa, explicitado no quadro 2, o autor considera que a empresa possui \$ 50 em aplicações financeiras e \$ 600 em dívidas.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (em \$)	
Itens do resultado	Valores
Vendas	1.200
Custo das vendas	(400)
Despesas operacionais (que afetam o caixa)	(200)
Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão (LAJIR ou EBITDA)	600
Depreciação, amortização e exaustão	(300)
Resultado financeiro	(100)
Lucro antes dos tributos sobre o lucro	200
IR + Contribuição social	(70)
Lucro líquido	130

Quadro 1 – Demonstração do cálculo do EBITDA ou LAJIR
Fonte: Martins (2001, p. 273)

A partir do quadro 2, pode-se notar que a escolha do multiplicador afeta significativamente o valor da empresa, de modo que sua definição deve ser cuidadosa e criteriosa. Conforme

Martins (2001), o uso de multiplicadores está relacionado indiretamente à idéia de períodos necessários para se obter o retorno do valor investido (período de *payback*).

Itens do resultado	Valor
EBITDA ou LAJIR	\$ 600
Multiplicador	3
Subtotal	\$ 1.800
Aplicações financeiras	\$ 50
Dívidas	(\$ 600)
Valor da empresa	\$ 1.250

Quadro 2 – Demonstração do cálculo do valor da empresa a partir do EBITDA

Fonte: Martins (2001, p. 273)

Considerando-se o que foi exposto, pode-se dizer que este modelo constitui-se em um avanço em relação aos anteriormente comentados em virtude de contemplar o potencial de geração de caixa da empresa. Contudo, cumpre destacar suas limitações que se relacionam ao fato de ser um método aplicável a setores econômicos homogêneos, uma vez que cada segmento econômico tende a apresentar seu próprio multiplicador devido às particularidades referentes à estrutura de formação de seu resultado, à taxa de retorno requerida e à definição do multiplicador adequado, o que consiste em aspecto fundamental para que o valor de avaliação não seja comprometido ou invalidado.

2.2.2.7 Modelo baseado no *Economic Value Added* (EVA)

Para Wernke e Lembeck (2000), o EVA (em português, valor econômico agregado) é um indicador que possibilita a executivos, acionistas e investidores avaliar com clareza se o capital empregado num determinado negócio está sendo bem aplicado.

Corroborando com estes autores, Martins (2001, p. 244) advoga que o EVA constitui-se em “uma resposta à necessidade de medidas de desempenho que expressem a adequada criação de riqueza por um empreendimento.” O conceito de valor econômico agregado foi criado por Joel Stern e Bernnett G. Stewart, presidentes da empresa de consultoria Stern & Stewart, durante os anos 1980 (MÜLLER; TELÓ, 2003).

Nascimento (1998, p.179) define o EVA como sendo “o lucro residual menos o custo de oportunidade de todo o capital empregado, sendo este custo de oportunidade definido como o retorno mínimo aceitável dos investimentos.”

Matematicamente, Martins (2001) expressa o cálculo do EVA da seguinte forma:

$$\text{EVA} = \text{Nopat} - (\text{C\%} * \text{TC})$$

Onde:

Nopat: resultado operacional líquido depois dos impostos (*Net Operating Profit After Taxes*);

C%: custo percentual do capital total (próprio e de terceiros); e

TC: capital total investido.

Tendo em vista que a definição de resultado operacional líquido estabelecida pela legislação societária brasileira inclui o custo do capital de terceiros correspondente às despesas financeiras, Martins (2001) revisa, assim, a fórmula anteriormente apresentada:

$$\text{EVA} = \text{Lolai} - (\text{CCP\%} * \text{PL})$$

Onde:

Lolai: lucro operacional líquido após os impostos;

CCP%: custo do capital próprio; e

PL: patrimônio líquido.

De acordo com a perspectiva acima, Assaf Neto (2008) defende que o valor econômico agregado de uma empresa consiste no resultado que resta após se considerar também o custo de oportunidade do capital próprio como uma despesa.

A partir das equações apresentadas, importa ressaltar o que afirma Martins (2001, p. 246):

O EVA, portanto, não se constitui numa novidade propriamente dita, mas, parece estar recuperando conceitos elementares, intuitivos e fundamentais que talvez tenham caído no esquecimento da prática gerencial coletiva. O resgate da essência, da base, do sentido, geralmente produz uma forte atração, especialmente num período em que a virtualidade possui uma presença significativa no cotidiano social. Essa indicação talvez se aproxime da justificativa para a grande penetração no mercado que o EVA tem alcançado.

Para se obter o valor de uma empresa a partir do EVA, Martins (2001, p. 274) propõe a seguinte expressão:

$$\text{Valor de mercado} = \text{Valor presente dos EVA futuros} + \text{capital}$$

Deste modo, conforme Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 147), “o valor da empresa é igual ao volume de capital investido mais um ágio igual ao valor presente do valor criado a cada ano.” De acordo com Assaf Neto (2008), o modelo baseado no EVA pode ser compreendido com um fluxo de lucros econômicos, e na medida em que os resultados futuros esperados forem mais altos, maior será o valor da empresa.

Os referidos autores, Copeland, Koller e Murrin (2002), destacam ainda que este modelo permite compreender o desempenho de uma empresa em qualquer ano. Assaf Neto (2008) aponta como vantagem deste método o fato de este não se limitar aos princípios contábeis geralmente aceitos. Müller e Teló (2003) apresentam como crítica a este método o fato de este não contemplar o *goodwill* no processo de geração de valor da empresa.

2.2.2.8 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Para Martins (2001), entre os modelos de avaliação, o fluxo de caixa consiste naquele que melhor demonstra a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa. O autor afirma ainda que este método supera algumas dificuldades existentes no lucro contábil, uma vez que busca evidenciar o potencial econômico dos itens patrimoniais de uma organização, incluindo até mesmo o *goodwill*.

Assaf Neto (2008) defende que o método do fluxo de caixa descontado expressa o maior rigor técnico e conceitual para retratar o valor econômico de uma empresa. De acordo com este autor, essa forma de cálculo do valor de uma organização volta-se para a apuração da riqueza absoluta do investimento ao se fundamentar no valor presente de um fluxo de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro, estando, assim, consistentemente alinhada ao objetivo principal das finanças corporativas de maximização do valor da empresa.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 137) apontam quatro principais razões pelas quais se deve empregar o método do FCD:

O modelo avalia os componentes da empresa que compõem o valor total, em vez de se limitar ao capital social. Isto ajuda a identificar e compreender os diferentes investimentos e fontes de financiamento de valor para o acionista.

Esta abordagem ajuda a identificar as principais áreas de alavancagem e, portanto, ajuda na busca por idéias criadoras de valor.

Pode ser aplicada em diferentes níveis de agregação (ou seja, à empresa como um todo ou a unidades de negócios individualmente) e condiz com o processo de orçamento de capital com que a maioria das empresas já está familiarizada.

É sofisticado o bastante para lidar com a complexidade da maioria das situações, mas, ao mesmo tempo, é de fácil implementação com ferramentas simples de microcomputação.

Segundo Assaf Neto (2008), no método do FCD estão incorporados três princípios fundamentais para se estabelecer um critério ótimo de decisão de investimento: 1) a avaliação do valor da empresa baseia-se nos fluxos de caixa operacionais, considerando como valores relevantes para a avaliação econômica aqueles que advêm da atividade operacional da empresa; 2) considera-se o risco no processo de avaliação; e 3) identifica-se o valor presente dos benefícios futuros esperados com base em uma taxa de desconto apropriada para remunerar os proprietários do capital.

De acordo com Damodaran (1999) existem dois caminhos para avaliação pelo método do FCD: o primeiro é avaliar a participação acionária do negócio, o segundo é avaliar a empresa como um todo, que inclui, além da participação acionária (capital próprio), a participação dos demais detentores de direitos na empresa (capital de terceiros). A diferença entre as duas abordagens refere-se aos fluxos de caixa e às taxas de desconto.

Martins (2001) denomina a avaliação da participação acionária de valor para os acionistas e a avaliação da empresa como um todo de valor econômico da empresa. Corroborando com Damodaran (1999), Martins (2001) afirma que o valor econômico da empresa reflete o potencial de geração de riqueza que se espera obter dos ativos, independentemente da forma de financiamento destes ativos. Quanto ao valor para os acionistas, o autor afirma que este corresponde ao fluxo líquido após dedução dos efeitos de todas as dívidas tomadas para completar o financiamento da empresa. Em outras palavras, conforme Assaf Neto (2008, p. 660), “o valor da empresa para o acionista é o valor total da empresa menos o seu endividamento.”

A fim de facilitar a compreensão da forma de apuração do valor sob as duas perspectivas apresentadas, seguem expressões propostas por Martins (2001, p. 276):

Valor econômico da empresa = valor presente do fluxo de caixa operacional + valor de mercado dos ativos não operacionais - valor de mercado das dívidas financeiras

Valor para o acionista = valor presente do fluxo líquido de caixa + valor de mercado dos ativos não operacionais

Faz-se relevante distinguir ambas as abordagens em detrimento da qualidade dos passivos, uma vez que em casos de dívidas extremamente beneficiadas, como por exemplo empréstimos subsidiados, uma parte significativa do valor econômico da empresa pode advir destas vantagens. Por outro lado, a empresa pode ter contraído dívidas muito onerosas que impactarão de forma significativamente negativa na apuração de seu valor. Desta forma, o comprador em potencial da empresa deve tomar conhecimento do reflexo da natureza dos passivos no valor da empresa a fim de que possa tomar sua decisão de forma fundamentada e consciente (MARTINS, 2001).

Considerando que a avaliação pelo método do FCD baseia-se nos fluxos de caixa operacionais projetados para determinado período de tempo, apurando-se dessa estrutura de entradas e saídas de caixa a riqueza líquida trazida a valor presente por meio da aplicação de uma taxa de desconto, podem-se apontar, com base em Martins (2001) e Assaf Neto (2008), quatro variáveis importantes na aplicação deste modelo:

- 1) Cálculo do fluxo de caixa;
- 2) Período de projeção dos fluxos de caixa;
- 3) Valor da perpetuidade, que se refere ao valor apurado além do período projetado; e
- 4) Definição da taxa de desconto a ser aplicada.

Cada uma destas variáveis será brevemente abordada a seguir.

2.2.2.8.1 Fluxo de Caixa Livre (FCL)

Para cálculo do fluxo de caixa, recomenda-se o uso do fluxo de caixa livre (FCL) (DAMODARAN, 1999; MARTINS, 2001; COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002; ASSAF NETO, 2008). De acordo com Martins (2001), o FCL corresponde à geração de caixa pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações previstas no capital circulante líquido, ou seja, o FCL equivale ao montante disponível para todos os fornecedores de recursos e, em função disso, deve ser apurado antes dos pagamentos de dívidas (principal e juros).

Neste contexto, Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que o fluxo de caixa livre não incorpora nenhum fluxo de caixa relacionado ao aspecto financeiro, como despesas com juros ou dividendos.

Martins (2001, p. 281) propõe que o fluxo de caixa livre seja calculado conforme descrito a seguir:

Receitas líquidas de vendas

(-) Custo das Vendas

(-) Despesas Operacionais

(=) Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro (EBIT)

(+) Ajuste das despesas operacionais que não provocam a saída de caixa

(=) Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão (EBITDA)

(-) Imposto de Renda/Contribuição Social

(=) Geração de Caixa Operacional

(-) Investimentos (ou desinvestimentos):

- Permanentes
- Circulantes

(=) Fluxo de Caixa Livre

As despesas operacionais que não resultam em saída de caixa referem-se, basicamente, aos valores de depreciação, amortização e exaustão. As variações nos investimentos dizem

respeito aos acréscimos ou decréscimos de capital em ativos permanentes e em giro (ativo circulante) previstos no horizonte de tempo projetado. Os investimentos em ativos permanentes correspondem a gastos com máquinas, edificações, logística, entre outros. Os recursos aplicados em giro, por sua vez, relacionam-se com a variação projetada no volume de atividade da empresa, constituindo-se, por exemplo, em um percentual das receitas de vendas (ASSAF NETO, 2008).

Para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 138), o fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa certo para esta avaliação (método de avaliação por FCD) porque reflete o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa e que está disponível para todos os seus provedores de capital, seja por endividamento ou por participação acionária.

2.2.2.8.2 Período de projeção

Segundo Martins (2001), o período de projeção corresponde ao intervalo de tempo para o qual se devem projetar os fluxos de caixa livres com um nível razoável de confiabilidade. De acordo com o autor, a definição do período de projeção fundamenta-se na natureza do negócio e no grau de previsibilidade das variáveis relevantes, tais como: preços dos produtos, volume de vendas, custos de matérias-primas, despesas operacionais e aspectos macroeconômicos (juros, câmbio, inflação etc.). Martins (2001) afirma ainda que a maioria das avaliações utiliza um período de projeção que varia entre cinco e dez anos, a depender do grau de previsibilidade das variáveis e do setor de atuação da empresa.

Copeland, Koller e Murrin (2002) defendem que o período explícito de projeção dos fluxos de caixa deve ser longo o suficiente para que a empresa alcance a estabilidade ao fim dele. Estes autores recomendam um horizonte de previsão entre dez e quinze anos, sendo que empresas com taxas de crescimento muito elevadas ou cíclicas podem necessitar de um prazo ainda mais longo, uma vez que demorarão mais a atingir um estágio mais maduro e, portanto, estável.

Partindo-se do pressuposto de que as empresas possuem duração indefinida, e, portanto, não se considera na avaliação de uma empresa uma data futura prevista para encerramento de suas

atividades, Assaf Neto (2008) afirma que se deve separar o horizonte de projeção em duas partes.

A primeira parte, denominada período explícito, integra os primeiros anos do investimento, nos quais o nível de previsibilidade apresenta-se maior. Em geral, nesse período inicial, o retorno do investimento supera o custo de capital adotado como taxa de desconto dos fluxos de caixa. Entretanto, essa fase, caracterizada por benefícios econômicos excedentes, dura um período limitado de tempo a partir do qual se torna mais difícil manter essa agregação de riqueza. Desse momento em diante principia a segunda parte do horizonte de projeção, denominada valor residual e que se caracteriza por sua duração indeterminada, baseada na perpetuidade das atividades da empresa (ASSAF NETO, 2008).

Essa separação do período de projeção fora considerada também por Copeland, Koller e Murrin (2002) e resulta na seguinte expressão, proposta por estes autores, para cálculo do valor de uma empresa:

Valor da empresa = valor presente do fluxo de caixa durante o período de previsão explícita
+ valor presente do fluxo de caixa após o período de previsão explícita

A seguir, tratar-se-á do cálculo do valor de avaliação para o período após a previsão explícita.

2.2.2.8.3 Valor da perpetuidade

O valor da perpetuidade, de acordo com Martins (2001), corresponde ao valor que a empresa possuirá após o período explícito de projeção, trazido a valor presente. Este autor afirma que, em geral, estima-se o valor da perpetuidade a partir do fluxo de caixa livre do último período de projeção explícita, considerando, contudo, uma determinada expectativa de crescimento.

Martins (2001) apresenta a expressão abaixo, conhecida na literatura financeira como Modelo de Gordon, para cálculo do valor da perpetuidade:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FCL}(t) \times (1+g)}{\text{CMcPC} - g}$$

Onde:

FCL(t): fluxo de caixa livre do último período de projeção explícita;

CMePC: custo médio ponderado de capital, empregado para descontar a perpetuidade a valor presente; e

g : taxa de crescimento esperada.

Copeland, Koller e Murrin (2002) argumentam que a aplicação de uma fórmula para se obter o valor da perpetuidade elimina a necessidade de se prever em detalhes o fluxo de caixa da empresa por um período prolongado.

Existem outros modelos para cálculo da perpetuidade que trabalham com a hipótese de taxas de crescimento distintas por intervalos. Há também métodos alternativos que aplicam multiplicadores sobre alguns indicadores específicos, tais como: lucro operacional, fluxo de caixa, entre outros (MARTINS, 2001).

Quanto ao emprego da taxa de crescimento, Martins (2001, p. 284) alerta que:

Embora o uso da taxa de crescimento apure uma aproximação bastante razoável do valor da perpetuidade em algumas circunstâncias [...], sugerimos a previsão dos valores das variáveis de decisão para vários períodos e descontá-los para o presente. O atual nível tecnológico que experimentamos nos permite realizar essa tarefa com relativa facilidade. Assim procedendo, reduzimos o risco de equívocos relacionados com as simplificações assumidas pelos modelos matemáticos, nem sempre óbvias.

Assaf Neto (2008) defende que a taxa de crescimento aplicada ao fluxo de caixa no cálculo da perpetuidade apresenta dois componentes: 1) o percentual de reinvestimento dos fluxos operacionais de caixa (b); e 2) a taxa de retorno do capital reinvestido (r). Nestas condições, a taxa de crescimento (g) pode ser representada conforme segue:

$$g = b \times r$$

A taxa de reinvestimento refere-se, segundo Assaf Neto (2008, p. 672), “ao percentual do resultado de caixa gerado pela empresa em determinado exercício e que não foi distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos, ficando reinvestido no próprio negócio.” Ainda de acordo com este autor, a taxa de retorno, por sua vez, indica a rentabilidade oferecida pelo capital reinvestido, sendo expressa pelo retorno sobre o investimento.

A perpetuidade consiste de fator de grande importância na avaliação de uma empresa, pois muitas vezes seu valor responde por uma parcela significativa ou mesmo pela maior parcela do valor total apurado para a empresa (MARTINS, 2001; COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002; ASSAF NETO, 2008).

2.2.2.8.4 Taxa de desconto

A necessidade de escolha de uma taxa de desconto relaciona-se ao fato de que o fluxo de caixa livre e o valor da perpetuidade devem ser apresentados em valores presentes.

Considerando que o fluxo de caixa livre representa o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa e está disponível para todos os seus provedores de capital, Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que para condizer com a definição de fluxo de caixa, a taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa livre deve refletir o custo de oportunidade de todos os provedores de capital ponderado por sua contribuição relativa para o capital total da empresa. Esta taxa de desconto corresponde ao custo médio ponderado de capital (CMePC), em inglês, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Martins (2001) afirma que o CMePC possui a capacidade implícita de incorporar os riscos associados a um negócio, reflete a estrutura de capital da empresa e funciona como custo de oportunidade do capital captado de terceiros e proprietários.

Uma crítica consistente ao método de desconto à taxa fornecida pelo CMePC está no fato de se trabalhar ao longo de toda a avaliação com a mesma taxa de desconto para os diversos anos, pressupondo que a estrutura e os custos de capital (próprio e de terceiros) não se alterarão ao longo do período em análise. Para um maior rigor técnico, dever-se-ia estimar os novos CMePC para cada exercício em que for projetado o fluxo de caixa. Considerando a dificuldade prática desta recomendação, a solução preconizada constitui-se na definição de uma estrutura de capital objetivo, ou seja, uma estrutura considerada ideal e que se pretende adotar como meta no futuro da empresa avaliada (ASSAF NETO, 2008).

O CMePC pode ser obtido por meio da seguinte equação, conforme propõe Assaf Neto (2008):

$$\text{CMePC} = \sum_{J=1}^N W_J \times K_J$$

Onde:

CMePC: custo médio e ponderado de capital, em inglês WACC;

KJ: custo específico de cada fonte de capital (própria e de terceiros); e

WJ: percentual de participação de cada fonte de capital no financiamento total da empresa.

A apuração do custo do capital de terceiros ocorre de forma objetiva, uma vez que a remuneração dos credores encontra-se definida em instrumentos contratuais e pode ser facilmente identificada na demonstração do resultado da empresa. Segundo Assaf Neto (2008), não só se estabelece o custo do capital de terceiros de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa, como também, considerando a dedutibilidade fiscal permitida aos encargos financeiros, o custo do capital de terceiros pode ser apurado após a respectiva provisão para imposto de renda, reduzindo seu custo final. A expressão para cálculo do custo do capital de terceiros proposta pelo autor segue abaixo:

$$K_i (\text{após IR}) = K_i (\text{antes IR}) \times (1 - \text{IR})$$

Em que:

Ki: custo do capital de terceiros; e

IR: alíquota de imposto de renda deduzido.

Martins (2001) afirma que o custo do capital próprio refere-se ao percentual mínimo que os acionistas desejam obter a partir do risco a que estão submetidos. Segundo este autor, há várias formas de se dimensionar o custo do capital próprio cujas mais usadas são: Modelo de Gordon, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e *Arbitrage Pricing Model* (APM). O Modelo de Gordon fundamenta-se no pressuposto de que o preço teórico de uma ação corresponde ao valor presente dos fluxos futuros de dividendos que ela consegue gerar. No método do CAPM, a taxa de retorno requerida por um investidor equivale ao retorno dos investimentos

sem risco acrescido de um prêmio pelo risco. O APM, por sua vez, parte do conceito abordado pelo CAPM, destacando, contudo, a influência dos fatores macroeconômicos.

Catapan e Heidemann (2002) e Cerbasi (2003) afirmam que entre os métodos de cálculo do custo do capital próprio, o CAPM constitui-se no mais difundido na literatura.

O modelo do CAPM, desenvolvido por Willian Sharpe em 1970, apóia-se em um pressuposto básico da teoria de finanças, segundo o qual os donos dos recursos submetem-se a riscos maiores mediante a expectativa de auferirem retornos também maiores. Neste sentido, Assaf Neto (2008) diz que o modelo CAPM admite que um investidor assuma um risco adicional somente se houver a expectativa de uma remuneração adicional equivalente.

A seguir, apresenta-se a equação representativa do modelo CAPM:

$$K_e = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

Onde:

K_e : custo do capital próprio;

R_F : taxa de retorno de investimentos livres de risco;

R_M : taxa de retorno média esperada do mercado como um todo;

β : coeficiente beta, trata-se da medida de risco do investimento em relação ao risco sistêmico do mercado como um todo.

Nestas condições, o prêmio pelo risco de mercado advém da diferença entre a taxa de retorno esperada do mercado e a taxa de retorno de investimentos livres de risco ($R_M - R_F$).

De acordo com Cerbasi (2003), o beta de uma ação indica sua tendência de variação em relação ao mercado como um todo. Deste modo, um beta igual a 1 significa que o preço da ação tende a subir ou a descer na mesma proporção do mercado; betas superiores a 1 revelam que a ação tende a apresentar oscilações superiores, tanto positiva quanto negativamente, às apresentadas pelo mercado; e um beta inferior a 1 indica que a ação possui menor variabilidade em relação ao mercado, implicando, portanto, menor risco.

2.2.2.9 Valor presente ajustado (VPA)

Assim como o modelo do fluxo de caixa descontado, o valor presente ajustado - VPA (*Adjusted Present Value* – APV) desconta o fluxo de caixa livre para estimar o valor operacional e, em última análise, o valor da empresa, uma vez adicionado o valor dos ativos não-operacionais. Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que a diferença entre os dois modelos reside no fato de o VPA dividir o valor operacional em dois componentes: o valor operacional como se a empresa fosse totalmente financiada com recursos próprios e o valor dos benefícios fiscais decorrentes do endividamento.

Para Martins (2001), o VPA ajusta os fluxos de caixa e valores presentes considerando não apenas os benefícios, mas também os custos relacionados ao capital de terceiros. Neste contexto, Martins (2001, p. 285-286) aponta os principais efeitos sobre o valor da empresa advindos do capital de terceiros:

Subsídio fiscal – efeitos positivos que uma dívida pode provocar no valor dos impostos sobre o lucro (dedutibilidade);
 Custo da emissão de novos títulos – gastos associados ao lançamento de títulos junto ao público;
 Custo das dificuldades financeiras – elevação do risco de falência (e CMePC) causado pela alavancagem financeira; e
 Subsídios ao financiamento com capital de terceiros – certas alternativas de endividamento oferecem condições especiais, provocando um aumento do *spread* entre captação e aplicação de recursos.

Martins (2001) propõe que a metodologia do VPA pode ser representada da seguinte maneira:

$$\mathbf{VPA} = \mathbf{VPL} + \mathbf{VPLF}$$

Onde:

VPA: valor presente ajustado da empresa com dívidas;

VPL: valor presente da empresa sem dívidas; e

VPLF: valor presente líquido dos efeitos do capital de terceiros.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o VPA reflete as conclusões dos estudos de Modigliani e Miller sobre a estrutura de capital desenvolvidos no fim dos anos 50 e início dos anos 60, segundo as quais, em um mundo livre de impostos, o valor de uma empresa independe de sua estrutura de capital (percentual financiado com recursos próprios e

percentual financiado com recursos de terceiros). Nestas condições, Copeland, Koller e Murrin (2002) concluem que a estrutura de capital só pode afetar o valor de uma empresa por meio de impostos e outras imperfeições e distorções do mercado, os quais são considerados no modelo do VPA.

Martins (2001) destaca a relevância deste modelo ao afirmar que se trata de uma ferramenta que contribui para maior transparência quanto ao processo de geração de riqueza. Isto porque, de acordo com o autor, o VPA permite evidenciar com maior clareza as origens do valor de uma empresa.

2.2.2.10 Opções reais ou valor presente líquido expandido

O modelo de avaliação por opções reais representa uma variação do modelo do fluxo de caixa descontado, incluindo ajustes para a capacidade da administração em alterar as decisões na medida em que se tornam disponíveis mais informações. Assim, esse método permite incorporar a flexibilidade estratégica e operacional, comuns e necessárias às boas práticas de gestão (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Assim, a avaliação por opções reais considera na apuração do valor da empresa, além do valor presente dos fluxos de caixa livre, o valor referente às diferentes possibilidades que se apresentam ao longo da vida da empresa, buscando mensurar o impacto das respostas da empresa às diversas realidades possíveis de serem enfrentadas por ela.

Martins (2001) expressa o valor de uma empresa pelo método das opções reais conforme abaixo:

$$\text{Valor} = \text{VPL} + \text{Valor das opções (flexibilidade)}$$

Em que:

VPL: valor presente líquido dos fluxos de caixa livres projetados para a empresa;

Valor das opções: valor apurado para as diferentes decisões estratégicas possíveis de serem adotadas pela empresa.

Copeland, Koller e Murrin (2002) apresentam oito principais opções associadas a um investimento:

- 1) Opção de abandonar ou vender um investimento;
- 2) Opção de adiar a implementação de um projeto;
- 3) Opção de expandir a escala de um projeto;
- 4) Opção de prorrogar ou abreviar a duração de um investimento;
- 5) Opção de ampliar ou reduzir o número de atividades abrangidas por um projeto, em outras palavras, trata-se de ampliar ou reduzir o escopo de um projeto;
- 6) Opções de alternar as operações de um projeto. Como exemplo, os autores citam um sistema de produção flexível capaz de produzir dois produtos;
- 7) Opções compostas – caracterizam-se por apresentar opções sobre opções. Considerando que uma empresa decida construir uma nova unidade produtiva em etapas, há a opção de parar ou adiar a construção ao fim de cada etapa. Assim, cada uma das etapas depende da que a antecedeu;
- 8) Opções arco-íris – refere-se às opções associadas a uma diversidade de fontes de incerteza. A exploração de reservas petrolíferas constitui-se em exemplo deste tipo de opção, pois a ela relacionam-se incertezas de natureza tecnológica e de caráter mercadológico no que diz respeito ao preço e mercado de seus produtos.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002), a avaliação do valor de opções desenvolve-se em quatro etapas: 1) cálculo do valor presente sem opções de flexibilidade por meio do modelo do FCD; 2) simulação da incerteza relacionada às previsões por meio de árvores de eventos; 3) identificação e incorporação das flexibilidades (opções) administrativas com criação de uma árvore de decisões; e 4) cálculo do valor da opção, com o consequente reconhecimento de que o exercício da flexibilidade altera as características de risco do projeto.

Assaf Neto (2008) recomenda o uso desse modelo de avaliação para investimentos que possuam alta flexibilidade no futuro. O autor exemplifica dizendo que um projeto possui flexibilidade quando, ao não alcançar os ganhos pretendidos, possa ter sua duração reduzida ou até mesmo, ser abandonado. Por outro lado, se o projeto apresentar desempenho satisfatório, poderá receber novos investimentos para expansão.

2.2.3 Q de Tobin e Razão de Valor

Para estudos cuja amostra seja composta por várias empresas, tal como ocorre com esta pesquisa, a aplicação de métodos de avaliação de empresas considerados pela literatura como mais consistentes sob o ponto de vista do rigor técnico e conceitual, como o fluxo de caixa descontado, torna-se inviável. Isto porque é grande o trabalho empreendido na estimação dos fluxos de caixa, bem como na definição das taxas de desconto, haja vista se tratar de várias empresas. Cabe aqui enfatizar que a estimação dos fluxos de caixa e a escolha de uma taxa de desconto consistem em tarefas complexas, que exigem profundo estudo e análise do cenário social, econômico e político em que a empresa está inserida. Assim, a adoção do método de avaliação por meio do fluxo de caixa descontado se apresenta mais viável em análises individualizadas.

Desta forma, tendo em vista a natureza desta pesquisa, faz-se necessário recorrer a outras alternativas de mensuração do valor de uma empresa. Em trabalhos como este, que procuram verificar se há relação significativa entre a adoção de práticas de governança corporativa e o valor de uma empresa, o Q de Tobin consiste na medida frequentemente adotada (KLAPPER; LOVE, 2002; DURNEV; KIM, 2003; BAI ET AL., 2003; BEINER ET AL., 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; BLACK; JANG; KIM, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2005). Nesses estudos, admite-se o Q de Tobin como aproximação do valor de mercado das empresas.

Acerca do uso do Q de Tobin como medida de aproximação do valor de mercado de empresas, Famá e Barros (2000, p. 30) afirmam que:

Em diversas aplicações, notadamente no campo das finanças, a medida do q de Tobin [...] é utilizada como *proxy* para o valor da corporação. Neste caso, a variável expressa o valor da empresa num sentido de performance, tornando-se um indicador prontamente comparável de empresa para empresa. Em uma gama de testes empíricos, o q aparece como a variável dependente, procurando relações [...] entre o valor da firma e um sem-número de outras variáveis.

Outra medida de aproximação do valor de empresas, análoga ao Q de Tobin, denomina-se razão de valor e foi proposta por Kaldor (1966 apud FAMÁ; BARROS, 2000). A razão de valor caracteriza-se pelo quociente entre o valor de mercado das ações da empresa e o valor

contábil do ativo total. Este quociente foi adotado por Bai et al. (2003), juntamente com o Q de Tobin, como medida de valor de empresas. O estudo de Bai et al. (2003) procurou verificar o impacto de variáveis de governança corporativa exercido sobre o valor de empresas chinesas.

Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969) definiram originalmente o quociente que viria a ser denominado Q de Tobin como sendo a relação entre o valor de mercado da empresa, que corresponde à soma do valor de mercado das ações com o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição de seus ativos físicos. Estes autores, ao definirem o Q de Tobin, procuravam aperfeiçoar os modelos de investimentos. Assim, segundo Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969), a valorização dos ativos de uma empresa, em relação ao custo de reposição que eles representam, consiste no principal determinante de novos investimentos. Desta forma, quando o valor atribuído pelo mercado aos ativos da empresa supera os custos para produzi-los, há um estímulo ao investimento; e na situação inversa, há desestímulo ao investimento.

Em comparação com a razão de valor, o Q de Tobin apresentou como inovação o fato de ampliar o conceito de valor de mercado da empresa, e considerar o valor de reposição dos ativos em contraposição ao valor contábil (FAMÁ; BARROS, 2000).

Considerando a dificuldade de se calcular o Q de Tobin, conforme descrito originalmente por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969), uma vez que o valor de mercado das dívidas, bem como o valor de reposição dos ativos não é diretamente observável, esta pesquisa estimará o Q de Tobin pela simplificação proposta por Chung e Pruitt (1994, p. 71), que definem o Q de Tobin da seguinte forma:

$$Q \text{ de Tobin} \approx \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{\text{Ativo total}}$$

Em que:

VMAO: valor de mercado das ações ordinárias, calculado por meio da multiplicação do número de ações pela cotação média do último dia de negociação do ano;

VMAP: valor de mercado das ações preferenciais, obtido da mesma forma que o VMAO; e

DIVT: valor contábil das dívidas de curto prazo (passivo circulante) somado ao valor contábil das dívidas de longo prazo (exigível a longo prazo) menos o ativo circulante.

Com o intuito de testar a validade deste modelo simplificado, Chung e Pruitt (1994) compararam o resultado obtido em diversas empresas com resultados das mesmas empresas pelo método de Lindenberg e Ross (1981), considerado mais preciso sob o ponto de vista teórico, contudo, mais difícil de calcular. Como resultado, os autores concluíram que pelo menos 96,6% do Q de Tobin calculado pelo método de Lindenberg e Ross (1981) é explicado por sua fórmula simplificada, comprovando, assim, a consistência desta simplificação.

Há de se mencionar que, levando em conta que a razão de valor e o Q de Tobin se apresentam sob a forma de índices, trata-se, portanto, de medidas de valor relativas, permitindo estabelecer comparações entre diferentes empresas, mostrando-se adequadas às finalidades desta pesquisa.

2.3 A interdisciplinaridade da pesquisa

Partindo-se do conceito de governança corporativa como conjunto de mecanismos internos e externos que objetivam harmonizar a relação entre gestores e proprietários, haja vista o conflito de interesses gerado pela separação entre propriedade e controle do capital investido, há boas razões para se levantar a hipótese de que práticas de governança corporativa influenciam o desempenho das empresas (SILVEIRA, 2004).

Neste contexto, este trabalho enfatizará o impacto que a adoção de boas práticas de governança corporativa exerce sobre o valor de empresas financeiras brasileiras. Beiner et al. (2004, p. 2) argumentam que:

Do ponto de vista teórico, há boas razões para supor que melhores práticas de governança corporativa aumentem o valor da empresa. Especificamente, problemas de agência podem afetar o valor das empresas através de dois canais distintos: (i) os fluxos de caixa esperados destinados aos investidores e (ii) o custo de capital. Em primeiro lugar, os problemas de agência tornam os investidores pessimistas sobre os fluxos de caixa futuros. [...] Em segundo lugar, a boa governança corporativa reduz o custo de capital, ou seja, a taxa de retorno esperada, na medida em que reduz os custos de monitoramento pelos acionistas e os custos de auditoria.

Existem vários estudos recentes acerca da relação entre estruturas de governança corporativa e valor de empresas (KLAPPER; LOVE, 2002; DURNEV; KIM, 2003; BAI ET AL., 2003;

BEINER ET AL., 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; BLACK; JANG; KIM, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2005). Esses trabalhos partiram de índices existentes ou desenvolveram índices para mensurar a qualidade geral das práticas de governança corporativa, relacionando-os a medidas de desempenho empresarial. Segundo Leal (2004), a maior parte destes estudos tem encontrado uma relação positiva entre a qualidade geral da governança corporativa, verificada de maneira aproximada pelos índices, e o valor das empresas. Os principais resultados obtidos nessas pesquisas serão descritos a seguir. Antes, porém, cumpre enfatizar que nesta pesquisa o parâmetro adotado para a qualidade das práticas de governança das empresas analisadas consiste na adesão aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA.

2.3.1 Governança Corporativa e valor de empresa

Klapper e Love (2002) realizaram um estudo cuja amostra se constitui de trezentas e setenta e quatro empresas de quatorze países emergentes (África do Sul, Brasil, Chile, Coréia, Filipinas, Hong Kong, Índia, Indonésia, Malásia, Paquistão, Singapura, Tailândia, Taiwan e Turquia). Cabe dizer que a pesquisa de Klapper e Love (2002) excluiu da amostra as instituições bancárias. Com o intuito de investigar a relação existente entre governança e desempenho das empresas, as autoras empregaram uma análise de regressão multivariada, utilizando um índice de governança apurado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA). Como medidas de valor, Klapper e Love (2002) adotaram o Q de Tobin (calculado pela razão entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos) empregado como aproximação do valor de mercado das empresas e o retorno sobre o ativo – ROA, que funciona como medida de desempenho operacional.

De acordo com Klapper e Love (2002), o índice de governança corporativa criado pelo CLSA fundamenta-se em um questionário de cinquenta e sete itens qualitativos, com perguntas binárias (sim ou não), elaborado para evitar a subjetividade dos respondentes. Cada questão estrutura-se de tal forma que um "sim" acrescenta um ponto ao escore de governança. Os entrevistados são orientados a responder negativamente, se tiverem alguma dúvida ou se houve qualquer controvérsia não resolvida sobre os direitos dos acionistas minoritários. Segundo o CLSA, cerca de 70% das perguntas baseiam-se em fatos objetivos e os 30%

restantes representam as opiniões dos analistas entrevistados. As questões abrangem sete grandes categorias, quais sejam: a disciplina (comportamento) gerencial, transparência, independência, *accountability*, responsabilidade, justiça e consciência social. No estudo desenvolvido por Klapper e Love (2002), desconsiderou-se a categoria consciência social na apuração do índice de governança, uma vez que estas autoras acreditam não se tratar de um fator relevante para a governança corporativa.

Inicialmente Klapper e Love (2002) avaliaram a qualidade da governança corporativa das empresas da amostra, constatando que há uma grande variação na qualidade da governança corporativa nas empresas dos países analisados, sendo que em países que possuem sistemas legais mais eficientes, a qualidade média da governança corporativa se revelou superior. A partir desta análise, as autoras buscaram identificar que variáveis influenciariam de maneira significativa o nível de governança corporativa apresentado pelas empresas estudadas. Para isso, as autoras testam se a composição dos ativos das empresas (tangibilidade das operações), as oportunidades de crescimento, o tamanho das empresas e a emissão de *American Depositary Receipts* (ADR's) afetam a qualidade da governança das empresas. Cabe dizer que ADR's consistem de certificados negociáveis nos Estados Unidos que representam uma ou mais ações de uma companhia estrangeira. Os resultados obtidos denotam relações significantes para três das quatro variáveis analisadas, indicando que empresas com maior proporção de ativos intangíveis, com maiores oportunidades de crescimento e emissoras de ADR's apresentam melhor qualidade de governança.

Outro aspecto analisado pelas autoras refere-se à relação entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho das empresas. Como resultado, Klapper e Love (2002) encontraram uma alta correlação positiva entre qualidade da governança e valor de mercado (mensurado pelo Q de Tobin) e desempenho operacional (adotando o ROA como medida de avaliação) das empresas. Entretanto, como os resultados partiram de dados referentes ao período de um ano, as autoras alertam para o possível problema da endogeneidade das variáveis (ocorre quando uma variável não observável influencia simultaneamente as variáveis de governança e as variáveis de desempenho utilizadas), levando-as a não concluir sobre qualquer relação de causalidade entre qualidade da governança corporativa e desempenho das empresas. Com relação a estes resultados, faz-se necessário dizer que Klapper e Love (2002) consideraram os resultados obtidos para o Brasil e para o Chile como exceções, uma vez que estes países, apesar de apresentarem índices de governança

relativamente altos, apresentaram menor Q de Tobin médio e ROA relativamente baixo. No caso específico do Brasil, o ROA médio foi o menor de toda a amostra.

Uma outra análise realizada por Klapper e Love (2002) diz respeito ao impacto da interação entre qualidade da governança e proteção legal aos investidores sobre o desempenho das empresas. Os resultados apontaram para o fato de que melhores práticas de governança são relativamente mais importantes para empresas situadas em ambientes de fraca proteção legal aos investidores, e que empresas localizadas em países com fracos sistemas jurídicos apresentam, em média, pior qualidade de governança. Nestes casos, a adoção de melhores práticas de governança corporativa funciona como forma de suprir, parcialmente, a deficiência do sistema legal do país no que tange à proteção aos investidores. Esta descoberta tem implicações políticas fortes e sugere que a recomendação de adoção de boas práticas de governança assume maior importância em países com fracos sistemas legais de proteção aos investidores.

Durnev e Kim (2003) analisaram dados de oitocentas e cinquenta e nove empresas de vinte e sete países, com o intuito de examinar a relação existente entre o ambiente legal em que as organizações estão inseridas, as práticas de governança por elas adotadas e o seu valor de mercado. Em sua análise, os autores desconsideraram as instituições financeiras em função de suas peculiaridades em relação às organizações não financeiras. A análise da qualidade das práticas de governança corporativa utilizou como parâmetros um índice de governança criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Ásia* (CLSA) e um índice de transparência do Standard & Poor's, ambos com dados referentes ao ano de 2000, os quais avaliam apenas as maiores empresas de cada país, importando, assim, em limitações relevantes.

Os autores desenvolveram um modelo para testar três hipóteses: 1) empresas com melhores oportunidades de investimento, estrutura de propriedade mais concentrada e mais necessidade de financiamento externo apresentam melhores práticas de governança; 2) empresas que adotam melhores práticas de governança possuem maior valor; e 3) as relações estabelecidas nas afirmações das hipóteses 1 e 2 são mais fortes em ambientes legais mais fracos (menos rígidos). O Q de Tobin foi adotado como medida do valor de mercado das empresas. As principais variáveis de controle utilizadas foram: tamanho da empresa, investimento em pesquisa e desenvolvimento, exportação sobre vendas, emissão de ADR's e setor de atuação. Como resultado, verificou-se que há uma grande variação na qualidade da governança

corporativa entre empresas de um mesmo país, sendo que esta variação apresenta-se maior à medida que o ambiente legal se mostra menos favorável (com menor proteção) aos investidores. Em regimes jurídicos mais fracos a adoção de melhores práticas de governança corporativa se torna mais relevante e apresenta maior impacto sobre o valor das empresas, pois funciona como meio de suprir a ineficácia do ambiente legal de modo que as empresas parecem se adaptar a regimes jurídicos ineficientes para assegurar práticas de governança eficientes. A qualidade das práticas de governança está positivamente relacionada com as oportunidades de crescimento, a concentração da propriedade e a necessidade de financiamento externo, sendo que essas relações são mais fortes em ambientes legais menos favoráveis ao investidor; e que empresas com melhores práticas de governança corporativa são mais valorizadas pelo mercado.

Cabe ainda mencionar que a escolha dos três atributos de governança estudados pelos autores – oportunidades de crescimento, estrutura de propriedade concentrada e necessidade de financiamento externo – fundamentou-se nos seguintes pressupostos: a probabilidade de se cometer um crime, como o de desviar recursos, torna-se menor se alguém tem algo valioso a perder: as oportunidades de investimento rentável; não se rouba de si mesmo: a concentração da propriedade; e não se age mal em relação a algo do que se necessita ou depende: o financiamento externo.

Bai et al. (2003), por sua vez, analisaram todas as empresas listadas nas Bolsas de Valores de Xangai e Shenzhen durante o ano de 2000, cujos dados referentes às variáveis de estudo estavam disponíveis, o que resultou em um total de mil e quatro empresas, correspondendo a mais de 95% das empresas listadas nas duas bolsas. Os dados foram obtidos a partir de relatórios anuais divulgados pelas empresas.

A pesquisa de Bait et al. (2003) objetivou verificar qual a relação existente entre os mecanismos de governança corporativa adotados por empresas chinesas listadas em bolsa e o valor de mercado destas organizações. Para isso, os autores instituíram oito variáveis de governança que possivelmente influenciam o valor das empresas e que se referem aos mecanismos internos e externos de governança corporativa podendo ser divididas em dois grupos a partir dos pressupostos teóricos adotados pelos autores: variáveis que afetam positivamente a governança das empresas e aquelas que impactam de forma negativa na governança das organizações. As que influem de forma positiva são: 1) proporção de

conselheiros independentes; 2) percentual de participação dos cinco executivos de maior nível hierárquico nas ações da empresa; 3) grau de concentração de participação acionária nas mãos do segundo ao décimo maior acionista; e 4) inclusão das empresas em outras bolsas excluindo-se as duas objeto de estudo. As variáveis que impactam negativamente sobre a governança das empresas são as seguintes: 1) presidente da empresa ocupando o cargo de presidente ou vice-presidente do Conselho de Administração; 2) percentual de ações detidas pelo acionista majoritário; 3) maior acionista da empresa é uma outra empresa; e 4) maior acionista da empresa é o governo.

Estas oito variáveis foram relacionadas a duas medidas de valor de empresas com o intuito de se verificar o impacto destas variáveis sobre o valor das empresas analisadas. As medidas de valor utilizadas foram o Q de Tobin e a relação entre o valor de mercado e o valor dos ativos (apurado pelo balanço patrimonial) de uma empresa. A partir de testes econométricos de regressão, os autores concluíram que os efeitos da maioria das oito variáveis sobre o valor das empresas apresentaram-se consistentes com os pressupostos teóricos. Assim, o elevado grau de concentração da participação acionária entre o segundo e o décimo maior acionista e a emissão de ações em outras bolsas, além das duas abrangidas pela amostra, têm efeitos estatisticamente significativos e positivos na avaliação de mercado das empresas estudadas. Por outro lado, o elevado grau de participação acionária do acionista majoritário e a presença de uma empresa ou do governo como acionista majoritário resultam em efeitos estatisticamente significativos e negativos sobre o valor de mercado das empresas.

A partir das oito variáveis de governança, Bai et al. (2003) construíram um índice de governança corporativa com a finalidade de comparar o valor de mercado das empresas com melhores e piores práticas de governança. O valor das empresas a ser considerado baseou-se nas duas medidas de valor empregadas anteriormente (Q de Tobin e a relação entre o valor de mercado e o valor dos ativos de uma empresa). Para realização desta análise comparativa, as empresas foram divididas em cinco grupos, de acordo com o índice de governança por elas apresentados, indo do maior para o menor valor. Desta forma, o grupo 1 constitui-se das cinco empresas com melhores índices e o grupo 5 compôs-se das empresas que apresentaram os piores valores para o índice de governança. Como resultado, constatou-se que o valor médio de mercado das empresas do grupo 1 apresenta-se entre 41% e 67% maior do que o valor das empresas do grupo 5, dependendo da medida de avaliação utilizada. Assim, esta análise indica que os investidores pagam um prêmio significativo para empresas com boas práticas de

governança na China, beneficiando as organizações que aprimoram seus mecanismos de governança.

Beiner et al. (2004) analisaram cento e nove empresas listadas na Bolsa de Valores da Suíça – SWX até o final do ano de 2002, excluindo as empresas de investimento, com o objetivo de verificar empiricamente se boas práticas de governança corporativa têm impacto positivo sobre o valor das empresas. Os dados foram coletados a partir de questionários enviados às empresas, de relatórios anuais publicados pelas organizações e por meio de consulta ao *site* das empresas. Os autores partiram de um universo de duzentos e setenta e cinco empresas, das quais se excluíram as empresas de investimento, restando duzentas e trinta e cinco empresas. Destas duzentas e trinta e cinco empresas, cento e vinte retornaram o questionário, implicando uma taxa de resposta de 51,06%. Outras nove empresas foram descartadas por não haver dados disponíveis acerca da propriedade de ações de dirigentes e diretores. Por fim, retiraram-se da amostra dois *outliers* (observações que apresentam um grande afastamento das restantes ou são inconsistentes) referentes ao valor do Q de Tobin (medida de valor utilizada pelos autores) e ao retorno sobre os ativos, resultando em uma amostra de cento e nove empresas.

Buscando analisar a relação hipotética entre a qualidade das práticas de governança de uma empresa e o seu valor, Beiner et al. (2004) construíram um índice de governança corporativa a partir das respostas ao questionário aplicado às empresas, e como medida de valor adotaram o Q de Tobin. Para elaboração do questionário os autores fundamentaram-se, principalmente, nas sugestões e recomendações do Código Suíço das Melhores Práticas de Governança. Compõem o índice trinta e oito atributos de governança, divididos em cinco categorias: 1) o compromisso de governança corporativa; 2) os direitos dos acionistas; 3) transparência; 4) questões de gestão e do conselho fiscal; e 5) auditoria. Os autores caracterizam a metodologia de construção do índice como simples e transparente, definindo-a da seguinte maneira: inicialmente, atribui-se a cada um dos trinta e oito atributos um valor entre um (mínimo) e cinco (máximo). Acrescenta-se um ponto para cada nível de aceitação posterior do respectivo atributo em uma escala de resposta de cinco itens. Um maior nível de aceitação pode ser interpretado como um movimento ativo por parte dos gestores da empresa no sentido de melhorar o seu sistema de governança corporativa. A seguir, procede-se a uma simples soma dos valores referentes a cada um dos trinta e oito atributos. Finalmente, normaliza-se o índice global para se obter um valor entre zero e cem, sendo que as empresas com melhores práticas de governança apresentam escores mais altos.

De acordo com Beiner et al. (2004), a endogeneidade constitui-se em um problema que atinge praticamente todos os estudos empíricos sobre o tema governança corporativa. Assim, embora a pesquisa destes autores fundamente-se na hipótese de que boas práticas de governança corporativa resultem em valores de mercado mais elevados, alternativamente as empresas com maiores valores de mercado poderiam ser simplesmente mais propensas a adotarem melhores estruturas de governança. Neste caso, torna-se impossível estabelecer uma relação causal. Para evitar resultados enviesados, os autores desenvolveram um sistema global de equações simultâneas e o aplicaram em três estágios, obtendo pelo menos três estimativas ao quadrado de um conjunto de equações não-lineares (3SLS). Além disso, com o intuito de evitar os problemas de endogeneidade, os autores utilizaram cinco mecanismos de controle em sua análise, a saber: 1) controle acionário por diretores e conselheiros; 2) concentração de grandes blocos de ações nas mãos de um ou mais acionistas; 3) tamanho do conselho de administração; 4) alavancagem da empresa; e 5) número de representantes independentes participantes do Conselho de Administração.

Como resultado, os autores confirmaram a hipótese de que há uma relação positiva entre boas práticas de governança corporativa e valor da empresa. Esta conclusão mostrou-se robusta à possível endogeneidade demonstrando haver relação de causalidade das boas práticas de governança corporativa para o valor da empresa. Contudo, Beiner et al. (2004) encontraram também evidências de causalidade reversa, caracterizada pelo fato de o valor de uma empresa causar impacto em seus mecanismos de governança corporativa, assim, as empresas com maior valor de mercado parecem adotar melhores práticas de governança corporativa.

Quanto à influência da adoção de melhores práticas de governança sobre o valor das empresas, os autores obtiveram um importante resultado: o aumento de um ponto no índice de governança corporativa (o índice varia de um a cem) provoca um aumento no valor de mercado da empresa de cerca de 8,5%, em média. Outra informação relevante acerca da relação entre o Q de Tobin e os mecanismos de controle consiste no fato de que o valor de uma empresa aumenta significativamente na medida em que diretores e conselheiros apresentam maior participação acionária. Segundo os autores, os resultados do estudo sugerem fortemente que cabe ao mercado de capitais o papel de premiar boas práticas de governança, bem como de punir as piores práticas. Desta forma, Beiner et al. (2004) concluem que as empresas devem entender a governança corporativa como uma oportunidade e não uma obrigação.

Brown e Caylor (2004), por sua vez, desenvolveram um índice amplo de governança corporativa, com base em dados disponibilizados pelos Serviços Institucionais dos Acionistas (*Institutional Shareholder Services* - ISS), referente a duas mil trezentas e vinte e sete empresas norte-americanas. O índice compõe-se de cinquenta e um fatores que englobam oito categorias de governança corporativa: auditoria, conselho de administração, estatuto social, qualificação dos gestores, sistema de remuneração de executivos e diretores, estrutura de propriedade, práticas progressistas e estado de incorporação.

O índice de governança foi calculado a partir de dados sobre o desempenho das empresas relativo ao final do ano fiscal de 2002. Os cinquenta e um fatores utilizados na composição do índice foram codificados de duas formas: atribuindo-lhes valor um ou zero, a depender se as normas de governança da empresa eram minimamente aceitáveis. Teoricamente, considerando que o índice global de governança representa a soma dos cinquenta e um fatores, este variaria entre zero e cinquenta e um. Contudo, para a amostra estudada, os autores encontraram índices variando entre treze e trinta e oito.

Como critérios de práticas minimamente aceitáveis, os autores utilizaram os seguintes parâmetros de acordo com as oito categorias de governança por eles estabelecidas:

- 1) Auditoria: taxas de consulta pagas aos auditores são inferiores aos honorários de auditoria;
- 2) Conselho de Administração: mais de 50% dos conselheiros são independentes;
- 3) Estatuto social: empresas que não possuem “pílulas de veneno” (cláusulas estatutárias que dificultam mudanças inesperadas de controle das empresas, mas que podem se constituir em barreira para investidores bem-vindos pelos acionistas) aprovadas por acionistas;
- 4) Qualificação dos gestores: pelo menos um membro do conselho deve participar de um programa educacional credenciado pelo ISS;
- 5) Remuneração de executivos e diretores: diretores recebem a totalidade ou uma parte de sua remuneração em ações;
- 6) Propriedade: todos os diretores com mais de um ano de serviço possuem ações;
- 7) Práticas progressivas: há uma idade de aposentadoria obrigatória para os administradores; e

- 8) Estado de incorporação: a empresa pode ser incorporada sem quaisquer medidas anti-*takeover*.

Brown e Caylor (2004) adotaram seis medidas de desempenho agrupadas em três categorias: desempenho operacional, valor da empresa e pagamento dos acionistas. Como medidas de desempenho operacional foram utilizadas: o retorno sobre o patrimônio líquido, a margem de lucro e o crescimento das vendas. O Q de Tobin constitui-se na medida de avaliação do valor da empresa e para mensurar o pagamento dos acionistas recorreu-se ao rendimento de dividendos e à taxa de recompra de ações. Para teste do impacto de cada um dos fatores de governança sobre o valor das empresas, seu desempenho operacional e sobre o pagamento de dividendos, os autores utilizaram teste t e teste unicaudal.

Como resultados, os autores constataram que empresas com melhores práticas de governança corporativa são relativamente mais rentáveis, possuem maior valor de mercado, pagam mais aos seus acionistas e não apresentam maior crescimento de vendas. Entre as oito categorias a que se mostrou mais altamente associada ao bom desempenho das empresas foi o sistema de compensação dos gestores. Por outro lado, o estatuto social caracteriza-se como medida que está menos associada a um bom desempenho. Cabe mencionar que os resultados obtidos por Brown e Caylor (2004) não implicam necessariamente relação de causalidade indo das boas práticas de governança para um bom desempenho das empresas, pois os autores reconhecem a impossibilidade de resolver o problema de endogeneidade devido principalmente à limitação temporal dos dados do ISS.

A partir de uma pesquisa com quinhentas e quinze empresas sul coreanas, utilizando como universo de pesquisa as empresas de capital aberto, Black, Jang e Kim (2005) também elaboraram um índice de governança corporativa, construído utilizando como fonte principal de dados, um levantamento das práticas de governança corporativa realizado em 2001 pela Bolsa de Valores da Coréia do Sul (Korea Stock Exchange - KSE). Além destes dados, os autores realizaram coleta complementar para alguns elementos da governança. O questionário desenvolvido pela Bolsa de Valores da Coréia do Sul foi enviado a todas as empresas listadas na referida bolsa. A taxa de resposta apresentou-se bastante elevada: quinhentas e quarenta das quinhentas e sessenta empresas pesquisadas responderam. Os autores afirmam que a confiabilidade das respostas também deve ser alta, uma vez que a Bolsa de Valores da Coréia do Sul funciona como uma autoridade reguladora em relação às empresas nela cotadas. Entre

as quinhentas e quarenta empresas, Black, Jang e Kim (2005) excluíram cinco bancos de capital inteiramente governamental e uma empresa adquirida logo após o término da aplicação dos questionários, resultando em uma amostra de quinhentas e trinta e quatro empresas. Considerando a disponibilidade de dados acerca das variáveis definidas pelos autores, quinhentas e quinze empresas apresentaram dados suficientes, correspondendo, assim, à amostra final do estudo.

A partir do questionário aplicado pela Bolsa de Valores da Coreia do Sul e excluindo perguntas subjetivas, que solicitavam opiniões sobre gestão e planos para o futuro, Black, Jang e Kim (2005) chegaram a trinta e oito questões passíveis de serem utilizadas para composição do índice de governança, que foram agrupadas pelos autores em cinco subíndices: 1) direitos dos acionistas; 2) estrutura do conselho de administração; 3) procedimentos do Conselho de Administração; 4) transparência para os investidores; 5) paridade na estrutura de propriedade (mede a proporção em que o maior acionista controla mais votos do que ele realmente detém). Como medida aproximada para o valor das empresas, os autores utilizaram o Q de Tobin e empregaram duas medidas alternativas, a saber: razão do valor de mercado das ações ordinárias pelo valor contábil das ações ordinárias; e razão do valor de mercado dos ativos pelas vendas.

Para análise dos dados, os autores realizaram regressões pelo método dos mínimos quadrados, com diversas especificações alternativas dos modelos, verificando que há uma forte correlação positiva entre a qualidade da governança e o valor das empresas. Preocupando-se com a possibilidade de problemas de endogeneidade e de causalidade reversa das variáveis de governança, Black, Jang e Kim (2005) utilizaram como variável de controle a estrutura legal da Coreia do Sul, segundo a qual diversas exigências de governança corporativa se aplicam apenas a empresas com ativos de no mínimo dois trilhões de *won*, o que equivale a aproximadamente dois bilhões de dólares. Segundo os autores, a legislação sul coreana oferece condições únicas para a construção de um bom instrumento de governança, pois as exigências legais para algumas empresas constituem-se em uma variável exógena (variável que não depende do sistema interno de governança das empresas) relacionada à qualidade da governança.

Segundo Black, Jang e Kim (2005), a endogeneidade refere-se à questão de que mesmo havendo correlação entre o nível de governança das empresas com os preços das ações, não

está clara a relação de causalidade da governança para o valor da empresa, pois empresas com altos valores de mercado podem adotar boas práticas de governança ao invés de uma relação inversa de causalidade (boas práticas de governança aumentam o valor da empresa). Além disso, as empresas podem escolher internamente diferentes práticas de governança e adotar regras de boa governança para sinalizar aos investidores que a empresa as seguirá, entretanto, este sinal, e não as práticas efetivas de governança, afeta os preços das ações. Outra preocupação quanto à endogeneidade relaciona-se à omissão de uma variável enviesada. Um estudo que omite variáveis econômicas, poderia concluir erroneamente que as práticas de governança influem diretamente no preço da ação.

Os resultados obtidos pelos autores foram consistentes mesmo considerando a possibilidade de endogeneidade e de causalidade reversa. Desta forma, o estudo demonstrou haver uma relação de causalidade indo das boas práticas de governança para um maior valor de mercado das empresas, não evidenciando a presença de endogeneidade nem de causalidade reversa. Além disso, os autores encontraram uma forte relação entre a composição do conselho de administração e o preço das ações. Desta forma, empresas com 50% de diretores independentes no conselho apresentam maior valor que as demais organizações. Cabe destacar que se observa este efeito tanto para as empresas que optaram voluntariamente por esta composição do conselho, como para as grandes empresas, que são obrigadas por lei a ter 50% de diretores independentes. Nestas condições, a relação entre boas práticas de governança e valor da empresa não pode ser explicada pela escolha interna da empresa em adotar tal prática. Este resultado sugere que diretores independentes podem desempenhar um papel importante em mercados emergentes, nos quais outras formas de controle caracterizam-se como mais fracas.

Black, Jang e Kim (2005) concluem que melhores práticas de governança corporativa parecem não significar maior lucratividade da empresa, mas sim, menor custo de capital externo, de modo que as empresas com maior eficácia em governança parecem desfrutar de um menor custo de capital. Isso pode refletir a opinião dos investidores de que as empresas com boas práticas de governança serão mais rentáveis no futuro.

Silveira, Barros e Famá (2005) investigaram o efeito da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado de cento e cinquenta e quatro empresas abertas brasileiras em 2002. O parâmetro utilizado para mensurar a qualidade da governança das empresas consistiu de um

índice amplo de práticas de governança, que pretendeu resumir em uma única medida informações referentes a vários mecanismos e práticas de governança. O índice de governança originou-se de um conjunto de vinte perguntas binárias e objetivas, e segundo os autores, foi elaborado de forma a considerar quatro dimensões tidas como importantes pela literatura para avaliação das práticas de governança corporativa, quais sejam: 1) acesso às informações; 2) conteúdo das informações; 3) estrutura do conselho de administração; e 4) estrutura de propriedade e controle.

As variáveis escolhidas pelos autores para mensuração do valor de mercado das empresas foram o Q de Tobin e o múltiplo valor de mercado sobre o patrimônio líquido. O Q de Tobin foi definido pelos autores como sendo a razão entre a soma do valor de mercado das ações ordinárias, do valor de mercado das ações preferenciais e do valor contábil da dívida (passivo circulante, mais exigível a longo prazo, mais estoques, menos o ativo circulante), pelo ativo total da empresa. A medida de valor pelo múltiplo valor de mercado sobre patrimônio líquido, por sua vez, caracteriza-se como sendo a razão entre a soma do valor de mercado das ações ordinárias e do valor de mercado das ações preferenciais pelo patrimônio líquido da organização. Os dados contábeis utilizados para apuração das variáveis de valor das empresas referem-se ao exercício de 2002, e a cotação das ações equivale ao preço médio do último dia de negociação dos quatro trimestres de 2002. Os autores alertam que, nos casos de ausência de informação, aproximaram a cotação da ação ordinária pela cotação da ação preferencial.

Como amostra para a pesquisa, os autores utilizaram todas as companhias abertas não financeiras listadas na BOVESPA que apresentaram liquidez significativa em 2002. O critério liquidez significativa foi definido como índice de liquidez anual, calculado pela base de dados Económica, maior que 0,001% do índice da empresa com maior liquidez. Os autores argumentam que a escolha desta faixa de corte justifica-se pelo fato de que ações de empresas com liquidez muito baixa possuem uma probabilidade menor de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado, sendo a cotação do valor de mercado das ações necessária para o cálculo do Q de Tobin e do múltiplo valor de mercado sobre o patrimônio líquido. O tamanho final da amostra (cento e cinquenta e quatro empresas) decorre da indisponibilidade de informações para algumas empresas. O estudo fundamentou-se em dados secundários, extraídos da base de dados Económica e da Divulgação Externa da Comissão de Valores Mobiliários. Para realização dos testes estatísticos, os autores utilizaram os programas Stata/SE 8.0, Eviews 4.0 e GiveWin 2.10.

O estudo foi realizado por meio de diferentes abordagens econométricas em ordem crescente de complexidade, incluindo regressões múltiplas por mínimos quadrados ordinários (MQO), regressões múltiplas utilizando variáveis instrumentais (estimadas por mínimos quadrados de dois estágios - MQ2E e pelo método dos momentos generalizados - MMG) e sistemas de equações simultâneas (estimados por MMG, pelos mínimos quadrados de três estágios - MQ3E, e pelo método de máxima verossimilhança com informação completa - MVIC). Ao utilizarem estes métodos, os autores objetivaram verificar a robustez dos resultados da relação entre governança corporativa e valor a diversas modelagens e técnicas econométricas. A relevância da metodologia escolhida pelos autores reside no fato de que as abordagens envolvendo variáveis instrumentais e os sistemas de equações simultâneas tratam a governança corporativa como uma variável endógena, sendo utilizados para atenuar os problemas de variáveis omitidas e de causalidade reversa entre governança corporativa e valor. Quanto à possível endogeneidade das variáveis de governança corporativa, cumpre citar o que dizem os autores sobre a questão:

A maior parte dos estudos analisa individualmente a possível influência de mecanismos específicos de governança (como concentração da estrutura de propriedade, estrutura do conselho de administração, estrutura de capital, presença de um mercado de aquisições hostis, política de remuneração, etc.) sobre variáveis de desempenho corporativo (como indicadores contábeis de rentabilidade e métricas de valor de mercado). Nessas pesquisas, os mecanismos de governança atuam como variáveis explicativas e as variáveis de desempenho como variáveis dependentes. Assume-se, desta forma, na grande maioria dos estudos, que os mecanismos de governança são variáveis exógenas, portanto não determinadas por outros mecanismos de governança ou demais características da empresa. É possível, entretanto, que alguns mecanismos de governança, ou a própria qualidade da governança corporativa, sejam, de fato, variáveis endógenas, isto é, variáveis influenciadas por outros mecanismos de governança ou por outros atributos das empresas. Caso isso seja verdade, os diversos estudos realizados visando a capturar o impacto isolado de mecanismos de governança sobre o desempenho podem ter apresentado resultados enviesados e inconsistentes, por utilizarem a premissa de que os mecanismos de governança são exógenos na influência sobre o desempenho corporativo. (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005, p. 2).

As variáveis de controle adotadas pelos autores foram as seguintes: estrutura de propriedade; estrutura de capital; liquidez; índice de *payout* (dividendos pagos por ação sobre o lucro líquido por ação ao final do exercício); rentabilidade das empresas (LAJIR); oportunidades futuras de crescimento (crescimento percentual acumulado da receita operacional dos três últimos anos); porte da empresa; natureza da operação (aproximação para o nível de tangibilidade das operações da empresa); setor de atuação; identidade do acionista controlador; emissão de ADR's e adesão aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.

Os resultados alcançados pelos autores em todas as abordagens econométricas revelaram uma relação positiva e significativa entre qualidade da governança corporativa e as variáveis de valor. Além disso, os resultados indicaram que este efeito é causal, com o aumento na qualidade da governança corporativa prevendo uma maior capitalização de mercado das empresas. Os resultados obtidos por mínimos quadrados ordinários, na relação com as variáveis de valor Q de Tobin e múltiplo valor de mercado sobre o patrimônio líquido, propuseram que mantidas inalteradas todas as outras variáveis, uma mudança na qualidade da governança corporativa do pior para o melhor nível da amostra representaria um aumento da capitalização de mercado das empresas da ordem de aproximadamente 85% e 100%, respectivamente. Cabe destacar, contudo, que nas abordagens utilizando variáveis instrumentais e sistemas de equações simultâneas, os autores encontraram evidências da endogeneidade da variável de governança corporativa, bem como de uma relação de causalidade reversa entre qualidade da governança e valor das empresas, na qual a valorização das ações preveria a adoção de melhores práticas de governança.

Pode-se dizer que uma das maiores contribuições e diferenciais da pesquisa empreendida por Silveira, Barros e Famá (2005) reside no fato de se empregarem testes econométricos que levam em conta os problemas da endogeneidade e da causalidade reversa, obtendo assim, resultados robustos e consistentes quanto à relação entre governança corporativa e valor de mercado das empresas brasileiras.

Outro estudo que analisou a influência das práticas de governança corporativa sobre o valor de mercado de empresas brasileiras foi o de Leal e Carvalhal da Silva (2005), que criaram um índice de práticas de governança corporativa por meio de um conjunto de vinte e quatro perguntas, objetivamente respondidas por eles próprios a partir de informações publicamente disponíveis. A finalidade do índice consistiu em avaliar a qualidade das práticas de governança corporativa do maior número possível de empresas brasileiras. Como medidas do valor de mercado das empresas analisadas, utilizou-se o Q de Tobin, cujo cálculo levou em conta o valor de mercado do capital próprio calculado pelo banco de dados Economatica, a relação entre o preço de mercado de uma ação e o valor patrimonial por ação, as vendas anuais da empresa por ação, e a razão entre o preço de uma ação pelo seu fluxo de caixa anual.

A amostra de empresas estudadas pelos autores advém do universo de companhias listadas na BOVESPA, incluindo tanto instituições financeiras como não financeiras. As empresas com informações incompletas ou indisponíveis, com o valor contábil dos ativos negativo e com o valor contábil de ações ordinárias negativo foram excluídas da amostra. Segundo Leal e Carvalhal da Silva (2005), a amostra final, apesar de esses autores não informarem a quantidade de empresas, foi constituída por empresas que representam a maior parte da capitalização de mercado.

Com o intuito de obter a maior amostra possível e poupar tempo e recursos, os autores desenvolveram o índice de governança a partir de um questionário com vinte e quatro perguntas binárias (questões com duas opções de respostas: sim ou não) respondido por eles próprios, com base em informações disponíveis nos bancos de dados Infovest e Economática, em dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em relatórios anuais e periódicos das empresas e em *sites* das empresas na internet, referentes aos exercícios de 1998, 2000 e 2002. As questões foram elaboradas com o objetivo de capturar a qualidade global da governança corporativa praticada nas empresas da amostra e se fundamentaram no código de boas práticas definido pelo IBGC, em recomendações da CVM, bem como nos princípios estabelecidos pela OECD. Os autores agruparam as vinte e quatro questões em quatro dimensões: 1) *disclosure*; 2) composição do conselho de administração e seu funcionamento; 3) ética e conflito de interesses; e 4) direitos dos acionistas.

Os autores utilizaram análise por sistemas de equações simultâneas para evitar o problema da endogeneidade das variáveis de governança. As variáveis de controle utilizadas na análise foram as seguintes: 1) percentual de pagamento de dividendos; 2) proporção do ativo circulante em relação ao ativo total; 3) crescimento da empresa; 4) alavancagem; 5) retorno sobre o ativo – ROA; e 6) tamanho da empresa. Após a análise da relação entre estas variáveis e o índice de governança, os autores observaram que a maioria delas não manteve qualquer relação significativa e consistente com o índice ao longo dos anos.

Considerando as quatro dimensões de governança abordadas pelo questionário, os autores concluíram que as empresas estudadas apresentaram melhor desempenho em relação à divulgação de informações (*disclosure*), e os valores mais baixos foram apurados para a dimensão referente aos direitos dos acionistas. O índice de governança criado pelos autores manteve uma relação positiva, significativa e robusta com o valor das empresas, de modo que

um aumento do índice do pior para o melhor nível de governança corporativa representaria um aumento da ordem de 95% no valor das ações de uma empresa.

Uma grande contribuição do trabalho de Leal e Carvalhal da Silva (2005) consiste em abordar um espaço temporal maior que os demais estudos apresentados nesta seção, os quais se concentraram em análises referentes a um exercício apenas.

3 METODOLOGIA

O método consiste no caminho que se percorre na busca do conhecimento, em outras palavras, corresponde ao conjunto de procedimentos que permite realizar uma pesquisa científica (ANDRADE, 1997). Quanto aos aspectos metodológicos, classificou-se este estudo quanto aos objetivos, ao tipo de abordagem e ao procedimento.

3.1 Tipo de pesquisa

Quanto aos objetivos, as pesquisas podem ser classificadas em exploratórias, descritivas ou explicativas. Para Selltitz et al. (1972), a pesquisa exploratória objetiva a familiarização com um fenômeno ou uma nova compreensão deste. Sua principal característica é a busca da descoberta de idéias e intuições, que permitam delinear um problema com maior exatidão ou mesmo formular hipóteses. As pesquisas que se voltam à descrição de como determinado fenômeno ocorre, suas características e relações com outros fenômenos denominam-se descritivas. Os estudos explicativos, por sua vez, se propõem a identificar os fatores que determinam a ocorrência dos fenômenos, objetivando explicar a razão e o porquê das coisas.

Considerando que a presente pesquisa procura descrever qual a relação existente entre a adoção de práticas de governança corporativa mais rigorosas, representadas em ordem crescente de exigências pela adesão aos níveis 1, 2 e novo mercado instituídos pela BOVESPA, e o valor de mercado das instituições financeiras brasileiras, pode-se classificá-la como descritiva.

No que se refere à forma de abordagem, as pesquisas podem ser quantitativas ou qualitativas. Os trabalhos quantitativos atuam em níveis da realidade, onde os dados se apresentam aos sentidos, buscando trazer à luz dados, indicadores e tendências observáveis. As pesquisas qualitativas, por sua vez, trabalham com valores, crenças, representações, hábitos, atitudes e opiniões, procurando aprofundar a complexidade dos fenômenos, fatos e processos particulares e específicos (MINAYO; SANCHES, 1993). Quanto à abordagem, esta pesquisa

caracteriza-se como quantitativa, pois pretende observar o comportamento do valor das empresas financeiras brasileiras frente à adoção de práticas de governança mais rigorosas, utilizando para isso procedimentos estatísticos e modelos econométricos.

Quanto aos métodos de procedimento, Andrade (1997) os classifica em: histórico, comparativo, monográfico, estatístico, funcionalista e estruturalista. Para esta autora, o método histórico consiste na investigação dos acontecimentos, processos e instituições do passado, a fim de verificar sua influência na sociedade atual. O método comparativo, como o nome sugere, pauta-se em comparações visando a verificar semelhanças e a explicar divergências. A observação de determinados indivíduos, condições, instituições e grupos, com o objetivo de obter generalizações, caracteriza o método monográfico ou estudo de caso.

O método estatístico fundamenta-se no emprego da teoria estatística, e suas conclusões apresentam grande probabilidade de serem verdadeiras, embora se admita certa margem de erro. O método funcionalista enfatiza as relações e o ajustamento entre os diversos componentes de uma cultura ou sociedade. E o método estruturalista parte da investigação de um fenômeno concreto e atinge o nível do abstrato por meio da constituição de um modelo que represente o objeto de estudo, retornando ao concreto (ANDRADE, 1997).

Quanto ao método de procedimento, este estudo caracteriza-se como estatístico, pois utilizará técnicas estatísticas, mencionadas adiante, para análise dos dados.

3.2 Definição operacional das variáveis

As variáveis que serão utilizadas neste estudo (variáveis de governança, de valor e de controle) serão descritas a seguir.

3.2.1 Variáveis de governança

Os estudos recentes acerca da relação entre práticas de governança corporativa e valor de empresas partiram de índices existentes ou desenvolveram índices para mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa, relacionando-os a medidas de valor e desempenho empresarial (KLAPPER; LOVE, 2002; DURNEV; KIM, 2003; BAI ET AL., 2003; BEINER ET AL., 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; BLACK; JANG; KIM, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2005).

Para a presente pesquisa, as variáveis empregadas como aproximação para qualidade das práticas de governança corporativa das instituições financeiras brasileiras caracterizam-se pelos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA. Assim, parte-se do pressuposto de que empresas listadas no novo mercado ($I_{governan\sim 2}$) apresentam melhor estrutura de governança em relação às empresas do nível 2 ($I_{governan\sim 1}$), e estas, por sua vez, possuem melhor estrutura de governança que as empresas do nível 1 (variável de referência).

Faz-se importante mencionar que as variáveis de governança são consideradas independentes, pois este estudo fundamenta-se na hipótese de que uma melhor estrutura de governança esteja relacionada a um maior valor de mercado das empresas analisadas.

3.2.2 Variáveis de valor de empresas

As variáveis de valor de empresas são dependentes, uma vez que se pretende verificar a influência de melhores estruturas de governança corporativa sobre o valor das empresas objeto de estudo.

Conforme explicitado no item 2.2.3, neste estudo admitir-se-á como aproximação do valor das empresas as medidas dadas pelo Q de Tobin e pela razão de valor. Cumpre mencionar que em trabalhos como este, que procuram verificar se há relação significativa entre melhores práticas de governança corporativa e valor de uma empresa, o Q de Tobin consiste na medida

frequentemente adotada (KLAPPER; LOVE, 2002; BAI ET AL., 2003; BEINER ET AL., 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; BLACK; JANG; KIM, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2005).

A razão de valor, utilizada no trabalho de Bai et al. (2003), será adotada como alternativa ao Q de Tobin como meio de tornar os resultados mais consistentes.

O cálculo do Q de Tobin será efetuado conforme aproximação definida por Chung e Pruitt (1994, p. 71):

$$Q \text{ de Tobin} \approx \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{\text{Ativo total}}$$

Em que:

VMAO: valor de mercado das ações ordinárias, calculado por meio da multiplicação do número de ações pela cotação média do último dia de negociação do ano;

VMAP: valor de mercado das ações preferenciais, obtido da mesma forma que o VMAO; e

DIVT: valor contábil das dívidas de curto prazo (passivo circulante) somado ao valor contábil das dívidas de longo prazo (exigível a longo prazo) menos o ativo circulante.

Na ausência da cotação da ação ordinária, aproxima-se o seu valor pela cotação da ação preferencial.

A variável correspondente à razão de valor é obtida conforme fórmula abaixo:

$$\text{Razão de valor} = \frac{\text{Valor de mercado da empresa}}{\text{Ativo total}}$$

Para o cálculo da razão de valor utilizou-se o valor de mercado dado pelo banco de dados Economática, que corresponde à multiplicação da cotação de fechamento das ações pela sua respectiva quantidade. A cotação e a quantidade de ações referem-se ao último dia de negociação do ano.

Para fins de análise, a variável Q de Tobin será denominada “Qtob” e a razão de valor apresentará a designação “vmercat”. As análises de regressão adotarão o logaritmo natural destas variáveis (lnQtob e lnvmercat).

3.2.3 Variáveis de controle

As variáveis de controle foram escolhidas com base na influência que podem exercer sobre as variáveis independentes (estrutura de governança corporativa das empresas, representada pelos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA) e dependentes (Q de Tobin e razão entre o valor de mercado e o ativo total). A importância das variáveis de controle reside no fato de que estas podem apresentar forte correlação com as variáveis independentes e dependentes, sendo assim, se forem desconsideradas no modelo, a relação entre as variáveis objeto de análise pode ser evidenciada de forma equivocada. As variáveis de controle selecionadas são: tamanho da empresa, índice de endividamento geral ou alavancagem, retorno do ativo total (ROA), retorno do capital próprio (ROE) e nível de intangibilidade.

3.2.3.1 Tamanho da empresa

Segundo Klapper e Love (2002), o tamanho da empresa pode influenciar de maneira ambígua a estrutura de governança corporativa. Empresas maiores podem apresentar mais problemas de agência pelo fato de serem mais difíceis de controlar ou pela maior disponibilidade de recursos, estimulando, assim, a adoção de práticas mais rigorosas de governança corporativa, como meio de minimizar os custos de agência. Há de se considerar também que estas empresas dispõem de mais recursos para implementar práticas de governança. As empresas menores são estimuladas à adoção de práticas de governança porque tendem a crescer mais, implicando maior necessidade de financiamento externo. Assim, a implantação de mecanismos de governança objetiva reduzir o custo dos recursos a serem captados.

Operacionalmente, esta variável será definida pelo logaritmo natural do valor contábil do ativo total ($\ln \text{ativtot}$). Na análise descritiva dos resultados utilizar-se-á o valor contábil do ativo total (ativtot). Deve-se dizer que os valores contábeis de 2008 e 2009 foram deflacionados a valores de 2007 pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA) calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

3.2.3.2 Índice de endividamento geral ou alavancagem

Quanto ao índice de endividamento geral ou alavancagem, este será adotado como indicativo da necessidade de financiamento da empresa. Jensen (1993) sugere que as dívidas ajudam a minimizar os conflitos de agência, uma vez que comprometem os fluxos de caixa das empresas, evitando que os gestores apliquem recursos indevidamente. Por outro lado, Leal e Carvalhal da Silva (2005) afirmam que faz sentido esperar que empresas com melhores práticas de governança e mais transparentes consigam captar mais recursos de terceiros (dívidas).

Outro aspecto a ser considerado decorre do argumento de que, sendo o objetivo principal da governança corporativa alinhar os interesses de gestores e donos do capital, reduzindo assim, o custo de captação de recursos, é de se esperar que, quanto maior a necessidade de financiamento/captação de recursos da empresa, esta esteja mais orientada à adoção de melhores práticas de governança.

Assim, considerando as idéias explicitadas acima, é de se esperar que empresas mais endividadas apresentem melhores práticas de governança. Segue abaixo a fórmula utilizada para cálculo do endividamento ou alavancagem da empresa:

$$\text{Índice de endividamento geral ou alavancagem} = \frac{\text{Passivo exigível total}}{\text{Ativo total}}$$

Esta variável será caracterizada como “ exigativtot ”.

3.2.3.3 Retorno do ativo total (ROA)

O retorno do ativo total corresponde a uma medida de desempenho da empresa, indicando a rentabilidade total dos recursos aplicados. Neste sentido, há possibilidade de que esta variável afete o valor das empresas, uma vez que quanto maior a rentabilidade apresentada, maior tende a ser o valor que o mercado atribui à empresa. Por outro lado, melhores práticas de governança, ao minimizarem os conflitos de agência e ao aumentarem o comprometimento dos gestores com a maximização da riqueza dos acionistas, podem implicar maiores taxas de rentabilidade.

No que se refere à relação entre o ROA e práticas de governança, Klapper e Love (2002) adotaram o ROA como variável dependente e encontraram alta correlação positiva entre este e a qualidade da governança. Leal e Carvalho da Silva (2005) consideraram o ROA como variável de controle e o empregaram como *proxy* para o crescimento e a rentabilidade das empresas por eles estudadas. Estes autores também encontraram relação positiva entre o ROA e melhores práticas de governança.

Em termos operacionais e considerando a fórmula empregada por Klapper e Love (2002), define-se o ROA como:

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo total}}$$

3.2.3.4 Retorno do capital próprio (ROE)

Esta variável, assim como o ROA, também será empregada como medida de desempenho da empresa. Por se relacionar diretamente com o capital próprio, o ROE funciona como indicativo específico de quão boa é a gestão do recurso próprio, de modo que quanto maior for o ROE, provavelmente maior é o comprometimento do gestor com a maximização da riqueza do acionista. Neste sentido, maiores retornos sobre o capital próprio podem significar também maior compromisso com boas práticas de governança.

Cumpra também destacar as observações já apresentadas para o ROA: por se tratar de uma variável de rentabilidade, o ROE pode afetar o valor das empresas, uma vez que quanto maior o retorno apresentado pela empresa, maior tende a ser o valor que o mercado lhe atribui. Melhores práticas de governança, por minimizarem os conflitos de agência e por aumentarem o comprometimento dos gestores com a maximização da riqueza dos acionistas, podem implicar maiores taxas de rentabilidade.

Define-se o retorno do capital próprio como:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

Ainda com relação às variáveis de rentabilidade (ROA e ROE), considera-se importante mencionar o que diz Silveira (2004, p. 87): “quanto melhor o desempenho da empresa, melhor a governança corporativa esperada em virtude da menor expropriação dos acionistas externos (refletida nos resultados obtidos).”

3.2.3.5 Intangibilidade

Segundo Klapper e Love (2002), os ativos imobilizados de uma empresa são mais fáceis de controlar e mais difíceis de serem desviados para outros propósitos, de modo que uma empresa que apresenta uma maior proporção de ativos intangíveis tende a adotar mecanismos mais rigorosos de governança para evitar o uso indevido desses ativos. Neste sentido, Silveira (2004) afirma que a adoção de melhores práticas de governança, por parte de empresas com alta proporção de intangíveis, objetiva sinalizar aos investidores que estes ativos não serão expropriados.

Como aproximação para a proporção de ativos intangíveis detidos por uma empresa, utilizar-se-á o cálculo proposto por Kayo (2002, p. 65):

$$\text{Intangibilidade} = \frac{\text{Valor de mercado total das ações}}{\text{Patrimônio líquido}}$$

O valor de mercado total das ações foi obtido no banco de dados Economática e corresponde à multiplicação da cotação de fechamento da ação pela quantidade de ações da empresa. A cotação e a quantidade de ações referem-se ao último dia de negociação do ano.

Quanto maior for o valor deste índice, maior a proporção de ativos intangíveis no valor da empresa. E quanto maior for a proporção de ativos intangíveis da empresa, teoricamente será mais difícil monitorar suas operações, estimulando a adoção de melhores práticas de governança.

Nas análises, utilizar-se-á a denominação “intang” para se referir a esta variável.

Cumprir dizer que no final deste capítulo, na seção 3.5.1.2, apresenta-se um quadro com o resumo das variáveis empregadas no método econométrico.

3.3 População e amostra

A população objeto de estudo consiste nas empresas que integram o setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática, e que aderiram e se mantêm listadas até 2009, nos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA, correspondendo a vinte empresas para o exercício de 2009, dezesseis para o exercício de 2008 e quinze para o exercício de 2007. Considerando a disponibilidade de dados das empresas no período analisado e a exclusão de *outliers* (valores discrepantes em relação aos demais) verificados para as variáveis de valor, a amostra foi composta por dezesseis instituições.

A opção por abordar apenas instituições financeiras justifica-se pelo fato de que os principais estudos desenvolvidos no Brasil acerca de boas práticas de governança e valor de empresas (SILVEIRA, 2002; OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005) consideraram em suas amostras apenas organizações não financeiras.

O período de análise escolhido (2007, 2008 e 2009) decorre do fato de que, antes de 2007, apenas quatro empresas do setor financeiro e de seguros (setor do banco de dados

Economática) haviam aderido aos níveis diferenciados de governança corporativa instituídos pela BOVESPA.

Os dados referentes à adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa foram obtidos em consulta ao endereço eletrônico da BOVESPA (Boletim diário nº. 151 de 11/08/2010).

Com relação às empresas que aderiram ao nível 2 e ao novo mercado após 2007, foi efetuada consulta aos seus respectivos endereços eletrônicos com o intuito de verificar se houve migração do nível 1 para o nível 2, e do nível 2 para o novo mercado. Apenas uma empresa migrou de nível no período analisado, o Banco Sofisa S/A, que integrava o nível 1 em 2007 e passou ao nível 2 em 2008.

As informações referentes ao IPCA, utilizado para deflacionar os valores contábeis de 2008 e 2009 a valores de 2007, foram obtidas no endereço eletrônico do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Todos os demais dados necessários para o cálculo das variáveis foram extraídos do banco de dados Economática.

3.4 Estrutura dos dados

Os dados empregados nesta pesquisa se caracterizam como em painel, também denominados longitudinais, um tipo de conjunto que apresenta uma série de tempo, neste caso 2007 a 2009, para cada componente da amostra.

Uma dificuldade inerente a um conjunto de dados de painel consiste em obter todas as informações necessárias para todos os componentes da amostra em todos os períodos considerados. Quando isso ocorre, diz-se que se trata de um painel balanceado. Por outro lado, quando há indisponibilidade de alguns dados em um ano (ou período) ou de um ano (ou período) inteiro para uma ou mais unidades da amostra, diz-se que o painel é não balanceado.

No caso deste estudo tem-se um painel não equilibrado pelas seguintes razões: (i) para uma das empresas da amostra não havia dados disponíveis que permitissem o cálculo do Q de Tobin; e (ii) em decorrência do fato de algumas empresas terem aderido aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA em 2008 ou 2009, os dados referentes aos exercícios anteriores à adesão não estavam disponíveis.

Segundo Wooldridge (2006), uma vantagem dos dados em painel consiste no fato de que diferentes observações de uma mesma unidade amostral permitem controlar certas características não observadas. Assim, a utilização de mais de uma observação pode facilitar a inferência causal onde inferir causalidade seria muito difícil, se apenas uma única observação estivesse disponível.

3.5 Método econométrico

No intuito de expressar matematicamente a relação entre variáveis dependentes e independentes, pesquisadores lançam mão, entre outros métodos, de modelos de regressão linear. Quando a regressão considera apenas duas variáveis, uma dependente e outra independente, pode-se denominá-la regressão linear simples. A regressão múltipla, por sua vez, considera duas ou mais variáveis independentes, tornando o modelo de regressão mais rico por levar em conta mais fatores (variáveis) que influenciam a variável dependente (WOOLDRIDGE, 2006).

De acordo com Wooldridge (2006, p. 73), a regressão múltipla apresenta como vantagem o fato de “permitir fazer, em ambientes não-experimentais, o que os cientistas naturais são capazes de fazer em ambientes controlados de laboratório: manter outros fatores fixos.” Isso significa que, por meio de um modelo de regressão múltipla, pode-se analisar o efeito estimado isolado que cada variável independente produz sobre a variável dependente, considerando que as demais variáveis independentes permaneçam constantes - efeito *ceteris paribus*. Em outras palavras, o efeito *ceteris paribus* refere-se à situação em que todos os outros fatores relevantes, exceto o fator objeto de análise, são mantidos fixos.

Nesta pesquisa será adotado o modelo de regressão múltipla, pois há três variáveis independentes referentes aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA, além de cinco variáveis de controle. A regressão múltipla será realizada pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), por meio do programa Stata 11.

3.5.1 Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)

Partindo do fato de que se desconhece o real efeito exercido por uma variável independente sobre uma variável resposta y na população, faz-se necessário estabelecer estimadores a partir de dados amostrais, que sejam os mais próximos quanto possível do valor populacional. Wooldridge (2006) define um estimador como sendo uma regra formal aplicada a um conjunto de dados e que faz menção a um valor populacional desconhecido.

As regressões por meio de MQO resultam em estimadores calculados a partir do objetivo de minimizar a soma dos quadrados das diferenças entre os valores observados e os valores estimados para a variável dependente na amostra. Esses estimadores fazem menção a um conjunto de parâmetros populacionais que mensuram o efeito *ceteris paribus*, isolado, de uma variável independente sobre a variável de interesse.

Um modelo que pretende descrever a relação entre variáveis independentes e uma variável resposta y por meio do método de MQO pode ser expresso da seguinte maneira:

$$Y = X\beta + \hat{u}$$

Em que:

Y: variável resposta ou variável dependente;

X: conjunto de variáveis independentes explicitadas no modelo;

β : estimadores que objetivam determinar o efeito isolado, *ceteris paribus*, das variáveis independentes sobre a variável y. Cumpre dizer que, para cada variável independente há um estimador; e

$\hat{u}$: conjunto de fatores relevantes que afetam a variável dependente, mas que não foram explicitados no modelo.

Para que estimadores sejam válidos, ou seja, para que gerem estimativas válidas sobre a relação *ceteris paribus* entre uma variável independente e uma dependente, faz-se necessário que eles sejam não-viesados e precisos. Estas duas condições referem-se à necessidade de que a média dos estimadores se aproxime tanto quanto possível da média populacional, implicando assim, menor variância possível em relação aos valores populacionais, que são desconhecidos.

Com relação aos estimadores de MQO, estes podem ser considerados não-viesados e de variância mínima quando atenderem a um conjunto de cinco hipóteses, conhecidas como hipóteses de Gauss-Markov. Wooldridge (2006) define estas hipóteses conforme descrito abaixo:

- 1) O modelo de estimativa deve ser linear nos parâmetros. A relação entre as variáveis independentes e a variável dependente não precisa ser linear, mas os valores dos estimadores não podem se alterar para valores diferentes das variáveis independentes;
- 2) A amostra deve ser aleatória, ou seja, todas as observações da população devem ter a mesma chance de compô-la;
- 3) A média do termo de erro, condicional aos valores das variáveis independentes, deve ser igual a zero, o que significa que os fatores que afetam a variável dependente e que não foram considerados no modelo explicativo, denominados termo de erro, não podem afetar as variáveis independentes. Em outras palavras, esta hipótese requer que não haja correlação entre as variáveis independentes e o termo de erro;
- 4) Não pode haver colinearidade perfeita entre as variáveis independentes, o que implica exigência de que estas variáveis não apresentem relações lineares exatas entre si. Cumpre dizer que é normal que ocorra colinearidade entre as variáveis independentes, contudo, para que se obtenha estimadores consistentes, esta colinearidade não pode ser perfeita; e
- 5) A variância do termo de erro (conjunto de fatores que afetam a variável dependente e que não foram explicitados no modelo) deve ser constante para todas as combinações de resultados das variáveis independentes, condição denominada homoscedasticidade.

Quanto às hipóteses de Gauss-Markov, o modelo construído para esta pesquisa flexibilizou as premissas de amostragem aleatória e de homoscedasticidade. No que tange à amostragem aleatória, Wooldridge (2006) afirma que, considerando as outras quatro hipóteses de Gauss-

Markov, a amostra pode ser escolhida com base nas variáveis independentes sem causar nenhum problema estatístico (sem causar viés). No caso deste estudo, a amostra foi escolhida com base nas variáveis independentes de governança, as quais se referem à adesão das empresas financeiras aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA. A questão da flexibilização da homoscedasticidade foi tratada pelo uso de estimadores robustos à heteroscedasticidade de White. Segundo Wooldridge (2006), o teste de White para a heteroscedasticidade fundamenta-se na substituição da hipótese de homoscedasticidade de Gauss-Markov, pela hipótese mais fraca de que o erro quadrado (u^2) é não-correlacionado com todas as variáveis independentes, com os quadrados das variáveis independentes, e com todos os produtos cruzados das variáveis independentes. Ainda segundo o autor, este teste destina-se a verificar formas de heteroscedasticidade que invalidem os erros-padrão e as estatísticas de testes habituais estimados por MQO.

Apesar de as hipóteses de Gauss-Markov assegurarem que os estimadores de MQO são os melhores estimadores lineares não-viesados (cabe dizer que o termo melhor refere-se à menor variância possível), há uma outra hipótese que faz com que os estimadores de MQO tenham uma propriedade de eficiência mais forte. De acordo com Wooldridge (2006), esta hipótese adicional pressupõe que o erro populacional (u) – conjunto de fatores não observados que afetam a variável resposta y – independe das variáveis explicativas (x) e é normalmente distribuído. Por meio desta hipótese denominada normalidade pode-se mostrar que os estimadores de MQO são os estimadores não-viesados de variância mínima, o que significa que o método de MQO tem a menor variância entre os estimadores não-viesados, não tendo que restringir a comparação com os estimadores lineares. Além disso, a satisfação da hipótese de normalidade garante que as estatísticas de teste t tenham distribuição t de Student e que a estatística F assumam realmente distribuição F .

A partir dos estimadores de MQO, pode-se gerar as estatísticas de teste t para um teste bilateral dos estimadores e uma hipótese nula, em que uma variável independente não exerce efeitos sobre a variável dependente analisada, contra a hipótese alternativa de que a variável independente tem efeitos significativos sobre a variável resposta y . A estatística de teste t consiste na razão entre o valor do estimador para a variável independente considerada e o erro-padrão desta mesma estimativa. Para que a variável de interesse apresente efeitos estatisticamente significativos, deve-se rejeitar, a um dado nível de significância, a hipótese

nula apresentada. Para isso, o valor da estatística de teste deve superar o valor crítico ao nível de significância considerado (WOOLDRIDGE, 2006).

3.5.1.1 MQO com efeitos fixos

Como dados em painel consideram as mesmas unidades amostrais (empresas, indivíduos, escolas etc.) ao longo de um determinado período de tempo, a análise desta estrutura de dados costuma separar os fatores não observados que afetam a variável dependente em dois tipos: os que são constantes e os que variam ao longo do tempo. Os fatores que mudam ao longo do tempo recebem a denominação de erro idiossincrático ou erro de variação temporal. Os fatores constantes são designados por efeitos fixos (WOOLDRIDGE, 2006).

Segundo Wooldridge (2006, p. 403), “na análise de dados de painel não se pode supor que as observações sejam independentemente distribuídas ao longo do tempo.” Levando em conta o presente trabalho, pode-se dizer que fatores não observados, como cultura e estrutura organizacional, que afetaram o valor de uma empresa em 2007 também afetarão seu valor em 2008 e 2009. Assim, a análise de dados de painel requer modelos e métodos que lidem eficientemente com estes efeitos fixos.

O método adotado nesta pesquisa será a estimação de MQO baseada em estimadores de efeitos fixos, em que os fatores não observados que se mantêm constantes ao longo do tempo (fatores fixos) são eliminados da equação de regressão. Segundo Wooldridge (2006), a justificativa para se eliminarem os efeitos fixos decorre da suposição de que estes fatores estejam correlacionados com uma ou mais variáveis independentes. E se esta correlação existe, os efeitos fixos não podem permanecer no modelo porque isso contrariaria a hipótese de que não há correlação entre as variáveis independentes e o termo de erro (hipótese 3 de Gauss-Markov).

Na estimação de efeitos fixos o modelo de estimação é obtido pela diferença entre o valor de cada observação para as variáveis dependentes e independentes e suas respectivas médias no período analisado. Este procedimento denomina-se redução temporal ou transformação de efeitos fixos e implica exclusão dos efeitos fixos, uma vez que estes são constantes, e desta

forma, apresentam variação igual a zero. Assim, pode-se concluir que além dos efeitos fixos, esse processo elimina também qualquer variável que seja constante ao longo do tempo.

O método de estimação de MQO de efeitos fixos requer que o primeiro período de tempo a ser analisado (2007) constitua-se em parâmetro para comparação com o período final, neste caso 2009. Além disso, o modelo também utiliza a variável nível de governança 1 como referência, em termos da qual se verifica o impacto das variáveis “*dummy*” nível 2 e novo mercado sobre o valor das empresas. Cumpre dizer que o termo *dummy* se refere a uma variável binária, que assume valor 1 ou 0. Por exemplo, a variável *dummy* referente ao nível 2 de governança será igual a 1 se a empresa for do nível 2, e zero se a empresa não estiver listada no nível 2.

Deve-se mencionar também que o uso de variáveis *dummy* em um modelo de regressão exige que uma categoria de referência seja escolhida para evitar problemas de colinearidade perfeita. Como nesta pesquisa as três variáveis de governança são variáveis “*dummy*”, adotou-se como referência o nível 1 de governança, de modo que os estimadores do nível 2 e novo mercado indicam diferenças médias entre nível 2 e nível 1 e entre novo mercado e nível 1.

Tendo em vista que o modelo empregado neste estudo considera as variáveis dependentes a partir de seu logaritmo natural, para se obter o efeito de uma variável independente sobre uma variável dependente, deve-se calcular o valor da função exponencial de base “e”, empregando como expoente o estimador (β) correspondente à variável explicativa em questão. A seguir subtrai-se 1 (um) do valor obtido e, multiplica-se por 100 (cem) a fim de expressar o resultado em termos percentuais. Quando a variável independente também for apresentada por meio de seu logaritmo natural, não há necessidade de multiplicar o resultado por 100 (cem), pois o valor obtido já está em termos percentuais (WOOLDRIDGE).

Para melhores esclarecimentos, um quadro resumo com as variáveis empregadas na estimação por mínimos quadrados ordinários com efeitos fixos será apresentado a seguir.

3.5.1.2 Resumo das variáveis utilizadas na estimação por MQO com efeitos fixos

A fim de facilitar a compreensão do modelo e dos resultados mostrados posteriormente, julga-se oportuno apresentar um quadro-resumo das variáveis empregadas na estimação por MQO com efeitos fixos.

Tipo de variável	Variável	Descrição
Independente	_lgovernan~1	empresas com nível de governança corporativa 2
	_lgovernan~2	empresas participantes do novo mercado
Dependente	lnQtob	logaritmo do índice Q de Tobin
	lnvmercat	logaritmo da razão valor de mercado / ativo total
Controle	lnativtot	logaritmo natural do ativo total
	exigativtot	razão exigível total / ativo total
	ROA	retorno sobre o ativo total
	ROE	retorno sobre o patrimônio líquido
	intang	nível de intangibilidade
Referência	d2009	dummy que indica se o ano é igual a 2009. Se o ano é 2009, a variável é igual a 1, se não é igual a zero.

Quadro 3 – Resumo das variáveis empregadas na estimação por MQO com efeitos fixos

Fonte: elaboração própria

A seguir, passar-se-á à análise dos resultados obtidos tanto pelas estatísticas descritivas quanto pela regressão múltipla pelo método de MQO com efeitos fixos.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva dos dados

Nesta seção serão apresentados separadamente os resultados descritivos encontrados para os anos de 2007, 2008 e 2009.

4.1.1 Valor das empresas financeiras brasileiras

Conforme evidenciado pela tabela abaixo, em 2007 as empresas do novo mercado apresentaram valor médio de mercado, representado pelo Q de Tobin e pela razão de valor, superior às empresas listadas nos níveis 1 e 2. Esse resultado era esperado, uma vez que as empresas do novo mercado apresentam estruturas de governança melhores que as organizações dos outros níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA.

Apesar de se esperar que as instituições financeiras participantes do nível 2 possuíssem, em média, maior valor de mercado que as empresas do nível 1, tal fato não aconteceu, uma vez que a análise descritiva das variáveis de valor revela que o valor de mercado médio alcançado pelas empresas do nível 1 mostra-se superior àquele auferido pelas organizações constantes no nível 2.

Tabela 1: Valor das empresas financeiras brasileiras em 2007

Ano	Estatística	Variáveis	
		Qtob	vmercat
2007	Média Nível 1	0,510	0,389
	Média Nível 2	0,386	0,284
	Média Novo Mercado	0,872	0,808
	Média da amostra	0,579	0,471
	Desvio padrão da amostra	0,258	0,321
	Mediana da amostra	0,525	0,370

Fonte: elaboração própria

Destaca-se também a alta variabilidade de valor entre todas as empresas que compuseram a amostra no ano de 2007, representada pelos desvios padrão das variáveis “Qtob” e “vmercat”, sendo o desvio padrão da variável razão de valor (“vmercat”) superior à média de valor das empresas listadas no nível 2.

Tabela 2: Valor das empresas financeiras brasileiras em 2008

Ano	Estatística	Variáveis	
		Qtob	vmercat
2008	Média Nível 1	0,280	0,114
	Média Nível 2	0,274	0,106
	Média Novo Mercado	0,647	0,561
	Média da amostra	0,377	0,232
	Desvio padrão da amostra	0,257	0,300
	Mediana da amostra	0,334	0,121

Fonte: elaboração própria

No ano de 2008, tanto a variável de valor “Qtob” quanto a variável razão de valor (“vmercat”), apresentaram o mesmo comportamento de 2007, ou seja, as empresas que apresentaram maior valor médio de mercado foram aquelas integrantes do novo mercado, seguidas pelas instituições listadas no nível 1. As empresas do nível 2 novamente foram as de menor valor médio de mercado. Contudo, cumpre mencionar que a diferença entre o valor médio de mercado representado pelo Q de Tobin e pela razão de valor das empresas integrantes do nível 2 e do nível 1 revelou-se pequena, ao passo que as instituições do novo mercado apresentaram valor médio de mercado significativamente superior àquele das empresas dos níveis 1 e 2.

Em 2008 também se verifica que há uma grande variabilidade em relação ao valor de mercado de todas as empresas da amostra, o que pode ser denotado pelo desvio padrão de ambas as variáveis.

Estabelecendo um comparativo com o ano de 2007, pode-se dizer que em 2008 o valor médio de mercado das empresas financeiras analisadas, considerando cada um dos três níveis de governança, sofreu redução significativa expressa por ambas as variáveis de valor.

A tabela seguinte trata do valor médio de mercado evidenciado pelas empresas da amostra no ano de 2009.

Tabela 3: Valor das empresas financeiras brasileiras em 2009

Ano	Estatística	Variáveis	
		Qtob	vmercat
2009	Média Nível 1	0,446	0,223
	Média Nível 2	0,420	0,214
	Média Novo Mercado	0,774	0,739
	Média amostra	0,523	0,350
	Desvio padrão amostra	0,243	0,326
	Mediana amostra	0,465	0,228

Fonte: elaboração própria

Os valores para o Q de Tobin (“Qtob”) e para a razão de valor (“vmercat”) apresentados em 2009 mostram que as empresas do novo mercado possuem, em média, valor de mercado consideravelmente superior ao das instituições listadas nos níveis 1 e 2. Apesar de ser pequena a diferença entre o valor médio de mercado das empresas dos níveis 1 e 2, as instituições integrantes do nível 1 apresentam valor de mercado superior às empresas do nível 2, contrariando a premissa de que melhor estrutura de governança esteja associada a maior valor percebido pelo mercado.

Em 2009 os valores médios de mercado, representados pelo Q de Tobin e pela razão de valor, apresentados pelas empresas dos três níveis de governança mostraram-se superiores aos valores de 2008. Todavia, comparando-se os resultados àqueles obtidos para o ano de 2007, à exceção do valor médio de mercado das empresas do nível 2, representado pela variável “Qtob”, em 2009 os valores médios de mercado apresentados foram inferiores.

Os valores dos desvios padrão mostraram-se semelhantes aos apresentados nos outros dois exercícios (2007 e 2008), indicando haver considerável variabilidade em relação ao valor de mercado das empresas da amostra. Levando em conta a variável “vmercat”, em 2009 o desvio padrão da amostra revelou-se superior ao valor médio de mercado apresentado pelas instituições dos níveis 1 e 2.

A seguir, apresenta-se um gráfico com a evolução do Q de Tobin (“Qtob”) em relação aos níveis de governança corporativa nos três anos objeto de estudo.

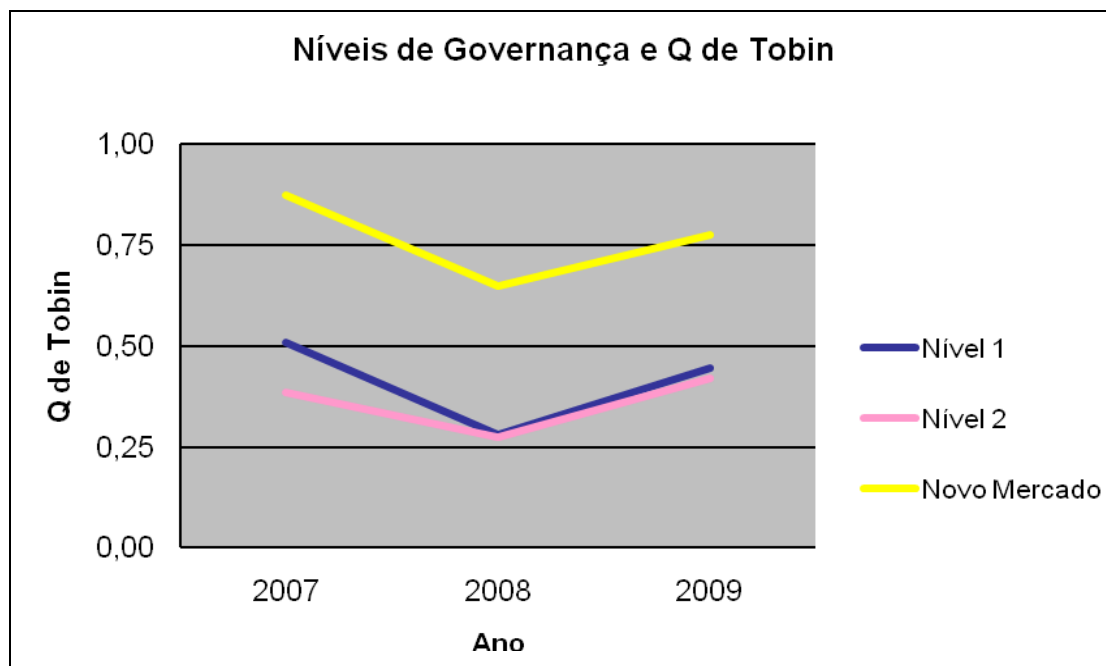


Gráfico 1 – Relação entre os níveis de governança e o Q de Tobin nos anos de 2007, 2008 e 2009

Fonte: elaboração própria

A visualização da figura acima esclarece com facilidade que ao longo do período analisado as empresas que apresentaram maior valor médio de mercado foram as que aderiram ao novo mercado. As empresas do nível 2, por sua vez, caracterizaram-se por possuírem menor valor médio de mercado nos três anos analisados. Interessante notar que, considerando o Q de Tobin (“Qtob”) como variável de valor, em 2008 o valor médio de mercado dos três níveis de governança sofreu redução. Destaca-se também a pequena diferença entre o valor médio de mercado apresentado pelas instituições integrantes do nível 1 e do nível 2.

4.1.2 Variáveis de controle das empresas financeiras brasileiras

Com relação às variáveis de controle, a tabela seguinte traz os dados referentes ao exercício de 2007.

Considerando o ativo total como variável representativa do tamanho da empresa, pode-se afirmar que as empresas do novo mercado são, em média, maiores que as instituições dos níveis 1 e 2, e as empresas integrantes do nível 2 apresentam valores expressivamente

menores que as do nível 1, diferença significativa, que eleva bastante o desvio padrão referente ao tamanho das empresas.

Tabela 4: Variáveis de controle das empresas financeiras brasileiras em 2007

Ano	Estatística	Variáveis				
		ativtot (R\$ milhares)	exigativtot	ROA	ROE	intang
2007	Média Nível 1	68.840.653	0,811	0,030	0,183	2,289
	Média Nível 2	5.665.687	0,808	0,017	0,090	1,481
	Média Novo Mercado	125.918.430	0,873	0,043	0,596	14,407
	Média da amostra	76.559.108	0,824	0,032	0,265	4,828
	Desvio padrão da amostra	138.711.485	0,099	0,015	0,322	9,383
	Mediana amostra	6.575.804	0,825	0,028	0,198	2,260

Fonte: elaboração própria

Quanto à alavancagem (“exigativtot”), as empresas que apresentaram menor endividamento foram as do nível 2, seguidas pelas instituições do nível 1. O maior índice de endividamento foi o das empresas listadas no novo mercado, o que está coerente com a hipótese de que organizações mais endividadas possuam melhor estrutura de governança. Por outro lado, o endividamento médio das empresas do nível 2 não condiz com esta hipótese, uma vez que estas instituições, apesar de possuírem melhor estrutura de governança, apresentam menor endividamento que as empresas do nível 1.

As variáveis ROA, ROE e nível de intangibilidade (“intang”) apresentaram maior valor médio para as empresas do novo mercado, seguidas pelas instituições do nível 1. O menor valor médio destas variáveis foi verificado pelas empresas do nível 2.

Os valores do ROA mostraram-se tímidos. O retorno do capital próprio (ROE), por sua vez, apresentou taxas consideravelmente superiores à rentabilidade do ativo total (ROA). Cumpre destacar a alta rentabilidade do capital próprio apresentada pelas empresas do novo mercado: 59,6%. Este elevado valor médio do ROE das instituições listadas no novo mercado comparado ao valor médio dos outros dois níveis de governança implica também um alto desvio padrão da amostra.

No que se refere à intangibilidade, pode-se dizer que esta variável apresentou resultados consistentes com as variáveis de valor. Assim, quanto maior o nível de intangibilidade, maior o valor de mercado esperado, uma vez que a empresa possui maior proporção de ativos não

contabilizados. Por outro lado, um maior nível de intangibilidade implicaria também práticas de governança mais rigorosas, o que se confirmou no caso das empresas do novo mercado, mas não foi verificado para as instituições dos níveis 1 e 2. Ainda em relação ao nível de intangibilidade, cumpre mencionar a alta variabilidade entre todas as empresas que compõem a amostra. Em parte, isso pode ser explicado pelo elevado nível de intangibilidade apresentado pelas empresas do novo mercado em comparação com as demais.

Tabela 5: Variáveis de controle das empresas financeiras brasileiras em 2008

Ano	Estatística	Variáveis				
		ativtot (R\$ milhares)	exigativtot	ROA	ROE	intang
2008	Média Nível 1	120.307.050	0,834	0,018	0,113	0,936
	Média Nível 2	5.679.966	0,827	0,020	0,118	0,611
	Média Novo Mercado	133.446.581	0,674	0,042	0,532	6,838
	Média da amostra	108.527.314	0,791	0,025	0,226	2,467
	Desvio padrão da amostra	208.985.618	0,224	0,022	0,410	5,963
	Mediana da amostra	7.333.909	0,867	0,021	0,148	0,732

Fonte: elaboração própria

Quanto ao tamanho médio das empresas, o ano de 2008 apresentou as mesmas características verificadas no exercício anterior. Assim, as instituições do novo mercado mostraram-se maiores, seguidas pelas empresas do nível 1. As empresas do nível 2, por sua vez, revelaram-se consideravelmente menores que as organizações dos outros dois níveis de governança. Essa diferença significativa entre o tamanho médio das empresas do nível 2 e as demais organizações resultou em um desvio padrão bastante elevado. Destaca-se o crescimento, em termos de ativo total, das empresas participantes do nível 1, as quais apresentaram em 2008 ativo total médio quase duas vezes maior que o de 2007.

No que concerne ao endividamento (“exigativtot”), o resultado apurado em 2008 não condiz com a expectativa teórica de que empresas mais endividadas possuam melhores estruturas de governança. Assim, verificou-se exatamente o inverso: empresas do novo mercado, com estrutura de governança melhor que as demais organizações, apresentaram menor índice de alavancagem enquanto as empresas do nível 2, cujas práticas de governança são mais rigorosas do que aquelas adotadas pelas instituições do nível 1, também se mostraram menos endividadas que estas. Considerando a amostra como um todo, o endividamento total das empresas sofreu redução em 2008 quando comparado a 2007.

As variáveis de retorno mostraram-se coerentes com a perspectiva teórica de que melhor rentabilidade da empresa está associada a melhor estrutura de governança em decorrência da menor expropriação dos acionistas externos (expressa nos resultados obtidos). Desta forma, os valores apurados para o ROA e para o ROE foram crescentes, obedecendo à seguinte ordem: empresas do nível 1, instituições do nível 2 e organizações participantes do novo mercado. Assim, quanto melhor a estrutura de governança representada pelos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA, maior a rentabilidade apresentada.

No que diz respeito ao ROA, cumpre mencionar que, assim como ocorreu em 2007, os valores apurados foram pouco expressivos. Quanto ao ROE, novamente observa-se a importância de se destacar a alta rentabilidade do capital próprio das empresas do novo mercado: 53,2%. Este elevado valor médio do ROE das empresas do novo mercado, comparado ao dos outros dois níveis de governança, resultou em um desvio padrão significativo, conforme ocorreu também em 2007.

Faz-se necessário destacar também que os valores obtidos para o ROE mostraram pequena variação entre os níveis 1 e 2 de governança. Entretanto, entre o nível 2 e o novo mercado a variação mostrou-se bastante expressiva.

Levando-se em conta todas as empresas que compuseram a amostra em 2008, nota-se que as taxas médias de rentabilidade apresentadas mostraram-se um pouco menores do que as observadas em 2007.

Quanto à intangibilidade (“intang”), verificou-se que esta variável apresentou resultados coerentes com a variável de valor Q de Tobin (“Qtob”), de modo que, quanto maior foi o nível de intangibilidade, maior também o valor de mercado representado pelo Q de Tobin. Entretanto, a expectativa teórica de que um maior nível de intangibilidade estaria relacionado a práticas de governança mais rigorosas pode ser confirmada apenas no caso das empresas do novo mercado. Em relação ao exercício de 2007, os níveis médios de intangibilidade apresentados tanto pela amostra como um todo, quanto por cada um dos níveis de governança mostraram-se significativamente menores, o que denota, mais uma vez, coerência com as variáveis de valor, que também apresentaram valores menores em 2008.

A alta variabilidade representada pelo desvio padrão, apresentada pelo nível de intangibilidade, se deve à grande diferença entre os valores observados para as empresas do novo mercado (maior nível de intangibilidade) e aquele verificado para as instituições dos níveis 1 e 2.

Tabela 6: Variáveis de controle das empresas financeiras brasileiras em 2009

Ano	Estatística	Variáveis				
		ativtot (R\$ milhares)	exigativtot	ROA	ROE	intang
2009	Média Nível 1	118.496.815	0,858	0,018	0,137	1,792
	Média Nível 2	106.569.428	0,828	0,009	0,055	1,231
	Média Novo Mercado	171.125.715	0,677	0,041	0,593	8,153
	Média da amostra	129.417.655	0,807	0,022	0,236	3,277
	Desvio padrão da amostra	223.225.333	0,209	0,019	0,460	6,396
	Mediana da amostra	10.425.922	0,862	0,016	0,128	1,544

Fonte: elaboração própria

Em termos de tamanho das empresas, expresso por meio de seu ativo total, o ano de 2009 apresentou as mesmas características dos exercícios anteriores, de modo que as empresas participantes do novo mercado mostraram-se maiores do que as do nível 1, e as empresas listadas no nível 2 apresentaram menor tamanho médio em relação às instituições dos outros dois níveis de governança. Contudo, faz-se necessário mencionar o aumento significativo do ativo total médio das empresas do nível 2 em relação aos dois anos anteriores: o tamanho médio das empresas do nível 2 em 2009 revelou-se quase dezenove vezes superior àquele apresentado em 2008.

Levando-se em conta o ativo total como variável representativa do tamanho das empresas da amostra, pode-se afirmar que em 2009 houve crescimento das empresas listadas no novo mercado e no nível 2, ao passo que as instituições do nível 1 tornaram-se, em média, menores.

A relação inversa entre o endividamento geral das empresas (“exigativtot”) e os níveis de governança também pode ser observada em 2009, assim como ocorreu em 2008. Desta forma, ao contrário da hipótese teórica de que maior alavancagem esteja relacionada a melhor estrutura de governança, verificou-se que as instituições do novo mercado foram as menos endividadas, seguidas pelas empresas do nível 2. Assim, as empresas mais endividadas foram as que integram o nível 1, que consiste no nível cujas práticas de governança são menos rigorosas.

No que se refere ao ROA, pode-se dizer que as empresas do nível 1 mantiveram a rentabilidade verificada em 2008 e, por sua vez, as organizações listadas no nível 2 apresentaram menor rentabilidade em 2009, levando-se em conta os dois exercícios anteriores. As empresas do novo mercado mantiveram sua rentabilidade média representada pelo ROA, praticamente constante no período analisado.

Os valores apurados para o retorno do capital próprio mostraram-se consideravelmente superiores aos verificados para o ROA. Em relação a 2008, as empresas do nível 1 e do novo mercado apresentaram aumento. Por outro lado, em 2009 o ROE médio das instituições do nível 2 foi o menor do grupo no período analisado. Deve-se mencionar também que, conforme observado nos anos anteriores, o valor do ROE médio das empresas do novo mercado mostrou-se consideravelmente superior ao verificado para as instituições dos níveis 1 e 2, implicando, assim, uma alta variabilidade dos valores da amostra representada pelo desvio padrão.

Uma outra observação que deve ser feita em relação às variáveis de rentabilidade refere-se ao pressuposto teórico de que maior rentabilidade esteja associada a melhor estrutura de governança corporativa em decorrência da menor expropriação dos acionistas externos. No ano de 2009 este pressuposto pode ser verificado apenas em relação ao novo mercado, que além de apresentar melhor estrutura de governança, também mostrou maiores taxas de retorno em comparação com os outros níveis de governança. Com relação aos níveis 1 e 2, observou-se a relação inversa, ou seja, o nível 1, que possui uma estrutura de governança menos rigorosa que o nível 2, apresentou maior rentabilidade média que este.

O nível de intangibilidade (“intang”) apresentou índices maiores do que aqueles observados em 2008. Novamente verificou-se a coerência desta variável com o Q de Tobin (“Qtob”), que também mostrou valores superiores a 2008 em 2009. Desta forma, quanto maior o nível de intangibilidade médio apresentado, maior também o Q de Tobin médio. Isso decorre do fato de que empresas com maior proporção de ativos intangíveis tendem a ser mais bem avaliadas pelo mercado, uma vez que boa parte de seus ativos, por ser intangível, não é contabilizada.

Por outro lado, seria de se esperar que empresas com maior proporção de intangíveis apresentassem melhor estrutura de governança em função da dificuldade de monitoramento e controle destes ativos. Todavia, esta relação pode ser observada apenas para o novo mercado,

que se trata do nível que apresenta melhor estrutura de governança, e que apresentou nos três anos analisados maior nível médio de intangibilidade em relação aos demais níveis. Quanto aos níveis 1 e 2, observou-se o inverso: nos três exercícios estudados, as empresas do nível 2, com estrutura de governança melhor que as instituições listadas no nível 1, apresentaram menor nível de intangibilidade do que estas.

Ainda em relação ao nível de intangibilidade, cumpre destacar que a alta variabilidade da amostra em 2009 se deve aos valores médios elevados apresentados pelo novo mercado, em comparação com os outros dois níveis de governança.

4.1.3 Matriz de correlações

A tabela 7 apresenta as correlações entre as variáveis da pesquisa, à exceção das variáveis “dummy”. Conforme se pode notar, ao nível de significância de 1% cada uma das variáveis mostrou-se correlacionada com todas as demais.

Tabela 7: Matriz de correlação entre as variáveis da pesquisa

2007-2009		ativtot	exigativtot	ROA	ROE	intang	vmercat	Qtob
ativtot	Correlação	1						
	P-valor							
exigativtot	Correlação	0,321	1					
	P-valor	0,000						
ROA	Correlação	-0,232	-0,243	1				
	P-valor	0,000	0,000					
ROE	Correlação	0,029	0,261	0,685	1			
	P-valor	0,000	0,000	0,000				
intang	Correlação	-0,009	0,226	0,511	0,908	1		
	P-valor	0,000	0,004	0,000	0,000			
vmercat	Correlação	-0,165	-0,313	0,644	0,653	0,753	1	
	P-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		
Qtob	Correlação	-0,077	-0,122	0,452	0,615	0,726	0,855	1
	P-valor	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	

Fonte: elaboração própria

A partir da matriz de correlações, pode-se afirmar que há correlações altas e significativas entre o ROA, o ROE, o nível de intangibilidade (intang) e as variáveis de valor (Qtob e

vmercat); e entre o ROA, o ROE e o nível de intangibilidade. Além disso, destacam-se também as correlações altas verificadas entre o ROA e o ROE, e entre as variáveis de valor, representadas pelo Q de Tobin e pela razão de valor.

Apesar de serem observadas correlações altas entre as variáveis de controle (independentes), notadamente entre o ROA, o ROE e o nível de intangibilidade, e entre o ROA e o ROE, verificou-se que não há relações lineares exatas entre estas variáveis, o que ocorreria se o coeficiente de correlação apresentasse valores iguais a -1 ou 1. Desta forma, pode-se afirmar que não há colinearidade perfeita entre as variáveis de controle (independentes), atendendo, assim, à hipótese 4 de Gauss-Markov, e assegurando que os estimadores obtidos pelo método dos mínimos quadrados ordinários são consistentes e não-viesados.

4.2 Análise dos resultados da regressão por MQO com efeitos fixos

Neste item serão apresentados os resultados obtidos por meio da regressão por MQO com efeitos fixos. Inicialmente, serão abordados os resultados considerando a variável Q de Tobin (lnQtob) como variável dependente, analisando a seguir os efeitos das variáveis independentes e de controle sobre a variável razão de valor (lnvmercat).

Contudo, antes de tratar dos efeitos das variáveis independentes e de controle sobre as variáveis de valor, deve-se ressaltar que a interpretação do efeito que cada variável explicativa exerce sobre a variável dependente é considerada de forma isolada. Isso quer dizer que a análise do impacto de uma variável explicativa leva em conta que todas as outras variáveis se mantêm fixas, constantes, caracterizando o chamado efeito *ceteris paribus*.

4.2.1 Resultados com o Q de Tobin como variável dependente

Observando a tabela 8, pode-se que dizer que ao nível de significância de 1%, as variáveis que apresentaram efeito estatisticamente significativo sobre o valor de mercado, representado

pela variável $\ln Q_{tob}$, foram o ano de 2009 ($d2009$), o nível 2 de governança ($_I\text{governan}\sim 1$), o nível de intangibilidade (intang), o ROA e o ROE.

Tabela 8: Resultados da regressão pelo modelo MOQ com efeitos fixos robusto à heteroscedasticidade considerando o Q de Tobin como variável dependente

Variável dependente: $\ln Q_{tob}$						
Variáveis	β (coeficiente)	Erro padrão do β	t	p-valor	Intervalo de confiança (95%)	
d2009	-0.0001163	0.0000363	-3.21	0.003	-0.0001903	-0.0000422
$_I\text{governan}\sim 1$	-0.363803	0.1180713	-3.08	0.004	-0.6049366	-0.1226693
$_I\text{governan}\sim 2$	0.2466484	0.4081117	0.60	0.550	-0.5868269	1.080124
intang	0.1147418	0.0281278	4.08	0.000	0.0572972	0.1721865
Inativtot	0.0174526	0.0560184	0.31	0.758	-0.0969521	0.1318573
exigativtot	-0.1243728	0.4978118	-0.25	0.804	-1.14104	0.8922946
ROA	5.563798	1.019776	5.46	0.000	3.481137	7.646459
ROE	-1.769691	0.4534111	-3.90	0.000	-2.69568	-0.843702
intercepto	-1.018433	0.9545204	-1.07	0.295	-2.967823	0.9309581
R^2	0.6463					
rho	0.47517194					
Amostra	16 empresas					

Fonte: elaboração própria a partir dos resultados obtidos no programa Stata 11

O efeito da variável $d2009$, que indica ser o ano de 2009, revela que em relação ao ano de 2007 as empresas financeiras analisadas apresentaram valor de mercado, representado pelo Q de Tobin, 0,01% menor em 2009. Apesar de haver variação negativa no Q de Tobin das empresas financeiras analisadas entre 2007 e 2009, pode-se considerar esta variação praticamente irrelevante (0,01%).

Quanto ao nível 2 de governança, identificado pela variável $_I\text{governan}\sim 1$, verifica-se que este se relaciona de forma significativa e negativa com o valor de mercado das empresas analisadas. Assim, empresas que aderiram ao nível 2 de governança apresentaram valor de mercado 30,5% menor que as instituições participantes do nível 1 de governança. Embora a participação das empresas financeiras no novo mercado, indicada pela variável $_I\text{governan}\sim 2$, não tenha apresentado relação significativa com o valor de mercado destas empresas, julga-se oportuno mencionar que, em relação às organizações integrantes do nível 1, as instituições participantes do novo mercado apresentaram valor de mercado 27,97% superior.

Como era de se esperar, o nível de intangibilidade das empresas (intang) apresentou relação significativa e positiva com o valor de mercado, representado pela variável " $\ln Q_{tob}$ ", de

modo que, aumentando-se em um ponto o índice referente ao nível de intangibilidade, verifica-se um aumento de 12,16% no valor de mercado das empresas.

O ROA também confirmou o pressuposto teórico de que empresas mais rentáveis são mais bem avaliadas pelo mercado. Assim, o ROA mostrou-se significativa e positivamente relacionado ao valor de mercado das empresas, representado pelo Q de Tobin. Essa relação indicou que um aumento de 1% no ROA implica um aumento de 5,72% no valor de mercado das instituições financeiras analisadas.

No que se refere ao ROE, esperava-se que este apresentasse relação significativa positiva com o valor de mercado das empresas, pois quanto melhor a gestão do recurso próprio, evidenciada por taxas maiores de rentabilidade (ROE), maior tende a ser o valor que o mercado atribui à empresa. Entretanto, conforme se pode verificar na tabela 8, o ROE relaciona-se significativa e negativamente com o valor das empresas financeiras estudadas, de maneira que, aumentando-se o ROE em 1%, o valor de mercado das instituições financeiras analisadas, representado pelo Q de Tobin, sofre queda de 1,75%.

O valor apresentado pelo R^2 indica que 64,63% da variação verificada na variável de valor Q de Tobin podem ser explicados pela variação das variáveis independentes e de controle. Essa medida indica o grau de ajuste do modelo aplicado, indicando a proporção em que as variáveis independentes (o que inclui também as variáveis de controle) explicam a variável dependente.

O coeficiente “rho” mede o quanto da variação do valor de mercado se deve aos fatores não observados. Para saber o quanto da variação do valor de mercado pode ser explicado pela variação conjunta das variáveis independentes, deve-se calcular 1 menos rho ($1 - \rho$). Desta forma, tem-se que 47,52% da variação do valor de mercado, representado pelo Q de Tobin, se devem a fatores não observados no modelo. Assim, a proporção da variação do valor de mercado que se explica pela variação conjunta das variáveis independentes (incluindo as variáveis de controle) é de 52,48%.

4.2.2 Resultados com a razão de valor como variável dependente

A partir da tabela 9, nota-se que ao nível de significância de 1%, as variáveis que apresentaram efeito estatisticamente significativo sobre o valor de mercado, representado pela variável *lnvmercat*, foram o nível 2 de governança (*_Igovernan~1*), o nível de intangibilidade (*intang*) e o ROA. O tamanho da empresa (*lnativtot*), a alavancagem (*exigativtot*) e o ROE apresentaram efeito estatisticamente significativo sobre a variável *lnvmercat* ao nível de significância de 5%.

Tabela 9: Resultados da regressão pelo modelo MOQ com efeitos fixos robusto à heteroscedasticidade considerando a razão entre o valor de mercado e o ativo total como variável dependente

Variável dependente: <i>lnvmercat</i>						
Variáveis	β (coeficiente)	Erro padrão do β	t	p-valor	Intervalo de confiança (95%)	
d2009	-0.0000493	0.0000399	-1.24	0.226	-0.0001309	0.0000322
<i>_Igovernan~1</i>	-1.156565	0.1530737	-7.56	0.000	-1.469183	-0.8439469
<i>_Igovernan~2</i>	-0.0175544	0.5464422	-0.03	0.975	-1.133538	1.09843
<i>intang</i>	0.1294989	0.033399	3.88	0.001	0.0612891	0.1977087
<i>lnativtot</i>	0.123245	0.0519466	2.37	0.024	0.0171559	0.2293341
<i>exigativtot</i>	-2.469246	0.9648815	-2.56	0.016	-4.439797	-0.4986955
ROA	5.994263	1.653549	3.63	0.001	2.617265	9.371261
ROE	-1.392741	0.649132	-2.15	0.040	-2.718446	-0.0670371
intercepto	-1.487002	1.071412	-1.39	0.175	-3.675117	0.7011127
R ²	0.6720					
rho	0.48258096					
Amostra	16 empresas					

Fonte: elaboração própria a partir dos resultados obtidos no programa Stata 11

No que se refere ao nível 2 de governança, designado pela variável *_Igovernan~1*, este se mostrou negativamente relacionado ao valor de mercado das empresas. Desta forma, as instituições financeiras listadas no nível 2 de governança apresentaram valor de mercado 68,54% menor que as empresas financeiras do nível 1. Quanto ao novo mercado, representado pela variável *_Igovernan~2*, apesar de não se mostrar relacionado significativamente sob o ponto de vista estatístico com o valor de mercado das empresas, cumpre mencionar que as empresas financeiras participantes deste nível de governança relevaram valor de mercado 1,74% inferior às instituições financeiras integrantes do nível 1.

O nível de intangibilidade mostrou-se positivamente relacionado ao valor de mercado das empresas analisadas. Isso está coerente com o pressuposto teórico de que empresas com maior

proporção de ativos intangíveis são mais bem avaliadas pelo mercado, uma vez que estes ativos frequentemente não figuram nos balanços contábeis. A relação verificada entre o nível de intangibilidade e o valor de mercado das empresas financeiras indica que o aumento de 1 ponto no índice referente ao nível de intangibilidade leva ao aumento do valor de mercado em 13,83%.

O ROA apresentou relação positiva com o valor de mercado das empresas, revelando coerência com a suposição teórica de que empresas mais rentáveis são mais bem avaliadas pelo mercado. Deste modo, o aumento de 1% no ROA se reflete em um aumento de 6,18% no valor de mercado das instituições analisadas.

A relação entre o tamanho das empresas financeiras analisadas, representado pelo logaritmo natural do ativo total ($\ln \text{ativtot}$) e o seu valor de mercado também se mostrou positiva, de modo que o aumento de 1% no ativo total implica um aumento de 0,13% no valor de mercado das empresas financeiras estudadas.

A alavancagem ou endividamento total das empresas, representada pela variável exigativtot , relaciona-se negativamente com o valor de mercado das empresas, representado pela variável razão de valor. Assim, o aumento de 1% no endividamento total da empresa implica redução de seu valor de mercado em 2,44%.

Quanto ao ROE, em contraposição à expectativa teórica de que quanto melhor a gestão do recurso próprio, evidenciada por taxas maiores de rentabilidade (ROE), maior tende a ser o valor que o mercado confere à empresa, este se relaciona negativamente com o valor das empresas financeiras estudadas. Assim, o aumento de 1% no ROE leva a uma redução de 1,38% no valor de mercado das instituições financeiras analisadas, representado pela variável razão de valor.

A proporção da variação do valor de mercado, representado pela variável razão de valor, explicada pela variação das variáveis independentes (incluindo as variáveis de controle) corresponde a 67,2%. Como medida de ajuste do modelo aplicado, este percentual indica que as variáveis independentes (o que inclui também as variáveis de controle) incluídas no modelo explicam de maneira razoável a variável dependente.

No que tange aos fatores não observados no modelo, tem-se que 48,26% da variação do valor de mercado, representado pela razão de valor, decorrem desses fatores. A partir deste percentual, pode-se dizer que a proporção da variação do valor de mercado que se explica pela variação conjunta das variáveis independentes (incluindo as variáveis de controle) corresponde a 51,74%.

Independentemente da variável de valor adotada, quatro variáveis se mostraram significativamente relacionados com o valor de mercado das empresas financeiras analisadas, a saber: nível 2 de governança (_Igovernan~1), nível de intangibilidade (intang), ROA e ROE. Deve-se mencionar que nos dois modelos a direção da relação entre estas variáveis e o valor de mercado das empresas se manteve. Assim, em ambas as análises o nível de intangibilidade e o ROA apresentaram relação significativa e positiva com o valor de mercado. O nível 2 de governança e o ROE, por sua vez, mostraram-se negativamente relacionados tanto ao Q de Tobin quanto à razão de valor.

A partir dos resultados obtidos, pode-se rejeitar a hipótese nula desta pesquisa, pois há relação significativa entre a variável de governança que representa o nível 2 (_Igovernan~1) e o valor de mercado das instituições analisadas. Contudo, não se verifica a relação teórica esperada de que melhores estruturas de governança estejam relacionadas a maior valor de mercado das empresas. Desta forma, rejeita-se a hipótese alternativa 1, e se aceita a hipótese alternativa 2.

4.3 Resumo dos resultados

O pressuposto teórico de que melhores estruturas de governança, no caso deste estudo representadas pelos níveis diferenciados de governança da BOVESPA, estejam associadas a maior valor de mercado não pode ser verificado na presente pesquisa. Com relação às variáveis de governança, o nível 2 (_Igovernan~1) apresentou, ao nível de 1%, relação estatisticamente significativa e negativa com ambas as variáveis de valor (Q de Tobin – lnQtob e Razão de valor – lnvmecat), de modo que as empresas financeiras listadas no nível 2 apresentaram valor de mercado 30,5% e 68,54% inferior às organizações integrantes do nível 1, conforme a variável de valor adotada, se o Q de Tobin (lnQtob) ou a razão de valor

(lnvmercat), respectivamente. O novo mercado (_Igovernan~2), ao contrário do que se esperava, não apresentou relação estatisticamente significativa com nenhuma das variáveis de valor de mercado, indicando que estruturas superiores de governança parecem não afetar o valor de mercado das instituições financeiras brasileiras analisadas. No que diz respeito ao nível 1 de governança, deve-se lembrar que esta variável foi utilizada como referência no modelo, em termos da qual se pode verificar o impacto das variáveis nível 2 e novo mercado sobre o valor de mercado das empresas estudadas.

Quanto às variáveis de controle, todas as cinco (nível de intangibilidade – intang, tamanho da empresa – lnativtot, alavancagem – exigativtot, ROA e ROE) apresentaram relação estatisticamente significativa com pelo menos uma das variáveis de valor de mercado. Ao nível de significância de 1%, o nível de intangibilidade (intang) mostrou-se positivamente relacionado às duas variáveis de valor adotadas. Assim, considerando as empresas financeiras analisadas, pode-se afirmar que quanto maior for a proporção de ativos intangíveis apresentada por uma empresa, maior será seu valor de mercado. Com relação ao Q de Tobin (lnQtob), o aumento de 1 ponto no índice que representa o nível de intangibilidade (intang), implica um aumento de 12,16% no valor de mercado das instituições financeiras analisadas. Considerando a variável razão de valor (lnvmercat), esse aumento é de 13,83%.

O tamanho da empresa (lnativtot) mostrou-se positivamente relacionado à variável razão de valor (lnvmercat), ao nível de significância de 5%. Assim, um aumento de 1% no ativo total das empresas financeiras estudadas implica um aumento de 0,13% em seu valor de mercado, representado pela variável razão de valor (lnvmercat). Desta forma, considerando a razão de valor como variável de valor de mercado (lnvmercat), pode-se dizer que empresas maiores são mais bem avaliadas pelo mercado.

A alavancagem (exigativtot) relaciona-se de forma significativa e negativa com o valor de mercado das instituições financeiras estudadas, representado pela variável razão de valor (lnvmercat), ao nível de significância de 5%, de modo que um aumento de 1% no endividamento geral das empresas financeiras analisadas representa uma redução de 2,44% no valor de mercado, representado pela variável razão de valor (lnvmercat). A partir deste resultado, e levando em conta a razão de valor como variável representativa do valor de mercado das empresas financeiras analisadas, é possível afirmar que instituições mais endividadas são menos valorizadas pelo mercado.

Os resultados obtidos para o ROA mostraram-se consistentes, pois este apresentou relação positiva e significativa ao nível de 1% com ambas as variáveis de valor adotadas (Q de Tobin e razão de valor). Quando se considera o Q de Tobin como variável de valor ($\ln Q_{\text{tob}}$), um aumento de 1% no ROA implica um aumento de 5,72% no valor de mercado das empresas financeiras analisadas. Adotando-se a razão de valor, o aumento de 1% no ROA leva à valorização das empresas em 6,18%. Assim, em relação às empresas financeiras analisadas e considerando o ROA como medida de rentabilidade, pode-se afirmar que o mercado avalia de forma superior as instituições mais rentáveis.

O ROE apresentou relação significativa e negativa com ambas as variáveis de valor, contrapondo-se à expectativa teórica de que quanto maior a rentabilidade do recurso próprio, representada pelo ROE, maior tende a ser o valor que o mercado atribui à empresa. Com relação ao Q de Tobin, ao nível de significância de 1%, aumentando-se o ROE em 1%, o valor de mercado das empresas financeiras analisadas sofre redução de 1,75%. Quanto à variável razão de valor ($\ln v_{\text{mercat}}$), ao nível de significância de 5%, o aumento de 1% no ROE leva a uma diminuição de 1,38% no valor de mercado das instituições financeiras estudadas. Deste modo, os resultados alcançados permitem dizer que para as empresas financeiras analisadas o mercado não valoriza uma maior rentabilidade do patrimônio líquido.

No que se refere à variável *dummy* utilizada para indicar se o ano é 2009 (d_{2009}), esta se mostrou negativamente relacionada à variável de valor Q de Tobin ($\ln Q_{\text{tob}}$), ao nível de significância de 1%. Assim, em relação ao ano de 2007, as instituições financeiras analisadas apresentaram valor de mercado 0,01% menor em 2009. Este resultado mostrou-se pouco expressivo (0,01%), e não se confirmou quando a variável de valor adotada foi a razão entre o valor de mercado e o ativo total das empresas ($\ln v_{\text{mercat}}$).

Quanto ao ajuste dos modelos empregados, considera-se que estes foram apropriados, uma vez que 64,63% da variação observada no Q de Tobin ($\ln Q_{\text{tob}}$), e 67,20% da variação verificada na razão de valor ($\ln v_{\text{mercat}}$), podem ser explicados pelas variáveis independentes (o que inclui as variáveis de controle) adotadas. Com relação à proporção da variação do valor de mercado que se explica pela variação conjunta das variáveis independentes (o que inclui as variáveis de controle), esta corresponde a 52,48% para o Q de Tobin ($\ln Q_{\text{tob}}$) e a 51,74% para variável razão de valor ($\ln v_{\text{mercat}}$).

A partir do que fora exposto, pode-se afirmar que os resultados mais consistentes foram os obtidos para as variáveis nível 2 de governança (_Igovernan~1), ROA, ROE e nível de intangibilidade (intang), pois estas se mostraram significativamente relacionadas com as duas variáveis de valor adotadas. Além disso, a direção dessa relação (positiva ou negativa) se manteve nos dois modelos. Deve-se destacar também que a variável novo mercado (_Igovernan~2) não apresentou relação estatisticamente significativa com as variáveis de valor em ambos os modelos. Assim, para as empresas financeiras analisadas, os principais resultados alcançados podem ser descritos a seguir:

- Empresas financeiras participantes do nível 2 de governança da BOVESPA possuem menor valor de mercado que as instituições financeiras integrantes do nível 1;
- Maior rentabilidade do ativo total está relacionada a maior valor mercado;
- Maior rentabilidade do capital próprio está associada a menor valor de mercado;
- Maior nível de intangibilidade dos ativos está associada a maior valor de mercado; e
- Melhores estruturas de governança, representadas pela variável novo mercado, não apresentam relação estatisticamente significativa com o valor das empresas.

4.4 Limitações dos resultados

Apesar de os resultados obtidos indicarem que melhores estruturas de governança corporativa, representadas pelos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA nem sempre estejam relacionadas a maior valor de mercado das empresas, faz-se necessário afirmar que o alcance desta pesquisa se limita às instituições financeiras brasileiras, integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática, cuja adesão aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA se deu até 2009. Neste contexto, cumpre mencionar que os resultados alcançados neste estudo podem ter sido afetados pelo tamanho reduzido da amostra.

Além disso, deve-se reconhecer a fragilidade de adoção dos níveis de governança da BOVESPA como parâmetro para qualificar as estruturas de governança das empresas analisadas. Isso porque as empresas podem apresentar boas práticas de governança

corporativa que extrapolem as exigências da BOVESPA para o nível diferenciado em que estão listadas, e que não foram consideradas nesta pesquisa.

Outro aspecto a ser considerado refere-se à questão da endogeneidade. Embora se tenha elegido algumas variáveis de controle que podem ter influência na qualidade da estrutura de governança das empresas, outras variáveis que afetam de forma significativa as práticas de governança podem ter sido omitidas. As variáveis de controle objetivaram possibilitar que o efeito das variáveis de governança (nível 1, 2 e novo mercado) sobre o valor de mercado das empresas fosse considerado mantendo as primeiras constantes. Em outras palavras, as variáveis de controle consistem em um esforço para eliminar os efeitos que estas possivelmente exercem sobre as variáveis de governança.

Há de se mencionar também que o período de análise foi marcado por uma crise econômica de grandes proporções, que atingiu países em todo o mundo, o Brasil, inclusive. O ano de 2008 constituiu-se no período mais crítico da crise, o que pode estar associado ao fato de o valor de mercado (representado pelas variáveis Q de Tobin e razão de valor) das instituições dos três níveis de governança ter apresentado queda neste ano. Ademais, deve-se considerar também que, por se tratar de um período de crise econômica e financeira, há a possibilidade de distorções nos resultados, ocasionadas pela situação atípica então vivenciada. Ainda em relação ao período de análise (2007 a 2009), faz-se necessário ressaltar que este foi marcado por aquisições e fusões de instituições financeiras brasileiras, o que pode ter afetado o valor de mercado das empresas analisadas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nas organizações modernas frequentemente os proprietários não exercem o papel de gestores do negócio. Elegem administradores com a expectativa nem sempre obtida de que estes ajam no melhor interesse daqueles, maximizando sua riqueza. A partir dessa situação de separação entre propriedade e controle, surgem conflitos de interesses, pois os gestores se vêem, muitas vezes, diante do conflito entre atender aos interesses dos proprietários e aos seus próprios.

Neste sentido, os donos dos recursos incorrem em custos para acompanhar e controlar as atividades dos gestores, no intuito de assegurarem que estes estejam comprometidos com a geração de valor para a empresa, e conseqüentemente com a maximização da riqueza dos proprietários. Além do acompanhamento e controle, faz-se necessário criar outros mecanismos que alinhem os interesses dos administradores aos dos proprietários.

Neste contexto, surge a governança corporativa, definida como sendo o conjunto de mecanismos internos e externos que objetiva harmonizar a relação entre gestores e proprietários, de modo a assegurar a maximização da riqueza dos acionistas e o atendimento dos direitos de outros *stakeholders*. Considerando o objetivo da governança corporativa, há boas razões para crer que a adoção de práticas de governança pode influenciar o desempenho e o valor das empresas. Os mecanismos de governança corporativa reduzem os custos de monitoramento da gestão pelos acionistas, levando-os a requerer menores taxas de retorno, o que implica menor custo de captação de recursos para a empresa e, portanto, a possibilidade de melhores taxas de rentabilidade. Além disso, boas práticas de governança tornam os investidores mais confiantes e otimistas em relação aos fluxos de caixa futuros, resultando em uma melhor avaliação da empresa pelo mercado.

Partindo do pressuposto teórico de que melhores práticas de governança podem influenciar positivamente o valor de mercado das empresas, esta pesquisa se propôs a verificar se a adoção de melhores práticas de governança, representadas pela adesão aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA, afeta de forma positiva o valor das instituições financeiras brasileiras. Nesta perspectiva, e considerando que os três níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA apresentam uma escala crescente de exigências, seria

de se esperar que instituições listadas no nível 1 (nível de menor exigência) apresentassem menor valor de mercado que as empresas financeiras do nível 2, e estas, por sua vez, possuísem menor valor de mercado que as organizações participantes do novo mercado (nível de maior exigência).

Os resultados obtidos por meio da regressão por mínimos quadrados ordinários (MQO) com efeitos fixos, revelaram que há uma relação significativa entre as variáveis de governança e o valor de mercado das empresas financeiras brasileiras. Contudo, esta relação se mostrou estatisticamente significativa apenas para o nível 2. Cabe aqui lembrar que o nível 1 foi adotado como referência para comparação da diferença entre o valor de mercado das empresas dos outros dois níveis de governança e das instituições participantes deste nível.

O fato de haver relação estatisticamente significativa entre a variável que representa o nível 2 de governança e o valor de mercado das instituições analisadas leva à rejeição da hipótese nula desta pesquisa. Entretanto, considerando que a variável que representa o novo mercado não apresentou relação estatisticamente significativa com as variáveis de valor, e que o nível 2 mostrou-se negativamente relacionado ao valor de mercado das instituições financeiras analisadas, não se confirmou o pressuposto teórico de que quanto melhor a estrutura de governança, maior o valor de mercado da empresa. Assim, rejeita-se a hipótese alternativa 1 em favor da hipótese alternativa 2.

Considerando os estudos abordados nesta pesquisa buscando investigar a relação entre a estrutura geral de governança das empresas e seu valor de mercado (KLAPPER; LOVE, 2002; DURNEV; KIM, 2003; BAI ET AL., 2003; BEINER ET AL., 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; BLACK; JANG; KIM, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2005), pode-se afirmar que os resultados aqui alcançados não corroboram com aqueles obtidos pelos autores referenciados. Cumpre, entretanto, destacar as características de cada um destes trabalhos em relação à presente pesquisa.

Klapper e Love (2002) e Durnev e Kim (2003) criaram um índice de governança para mensurar a qualidade geral da estrutura de governança das empresas analisadas a partir de um índice desenvolvido pelo banco CLSA. Durnev e Kim (2003) utilizaram ainda um índice de transparência do Standard & Poor's. Em ambos os estudos, os autores apreenderam que empresas com melhores práticas de governança são mais valorizadas pelo mercado, porém

deve-se destacar que Klapper e Love (2002) excluíram de sua amostra os bancos e Durnev e Kim (2003) retiraram de sua amostra todas as instituições financeiras. Desta forma, os resultados alcançados em ambas as pesquisas fornecem pouca referência para comparação com os resultados do presente estudo, seja por adotarem um índice como forma de mensurar a qualidade das práticas de governança, seja por não contemplarem em suas amostras, em todo ou em parte, as instituições financeiras.

Cabe, contudo, observar que o índice desenvolvido pelo CLSA e utilizado por Klapper e Love (2002) e por Durnev e Kim (2003) refere-se às maiores empresas de países emergentes, o Brasil, inclusive. Neste sentido, julga-se relevante mencionar que Klapper e Love (2002) consideraram os resultados obtidos para o Brasil e para o Chile como exceções, uma vez que estes países apesar de apresentarem índices de governança relativamente altos, apresentaram menor Q de Tobin médio e ROA relativamente baixo. No caso específico do Brasil, o ROA médio foi o menor de toda a amostra, de modo que no caso do Brasil não se verificou a relação de que quanto melhor a estrutura de governança, maior o valor de mercado das empresas, o que está coerente com o resultado obtido no presente trabalho.

Os resultados da pesquisa de Beiner et al. (2004), que construíram um índice com base em trinta e oito atributos de governança, revelaram haver uma relação positiva entre boas práticas de governança e o valor de empresas suíças. Contudo, a amostra escolhida pelos autores também excluiu parte das instituições financeiras por meio da retirada das empresas de investimento. Assim, embora os resultados alcançados neste trabalho não estejam coerentes com os obtidos por Beiner et al., faz-se necessário considerar que os dois estudos apresentam diferenças relevantes no que diz respeito à amostra e à mensuração de melhores práticas de governança. Neste estudo, a mensuração pautou-se nos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA, ao passo que Beiner et al. desenvolveram um índice de governança.

Silveira, Barros e Famá (2005) criaram um índice para mensurar a qualidade da estrutura de governança de uma amostra de empresas brasileiras não financeiras e concluíram que há uma relação positiva e significativa entre a qualidade da governança corporativa e o valor das empresas analisadas. Apesar de não tratar de instituições financeiras, o trabalho destes autores apresenta em comum com o presente estudo o fato de abordar amostras de empresas brasileiras apenas. Entretanto, os resultados desta pesquisa não estão em consonância com

aqueles alcançados por Silveira, Barros e Famá (2005), o que pode decorrer da diferente natureza das amostras (empresas não financeiras e instituições financeiras), bem como do critério adotado para analisar a qualidade da estrutura de governança das organizações objeto de análise, critério que, no caso deste estudo, refere-se aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA, e no caso do trabalho de Silveira, Barros e Famá (2005) constituiu-se em um índice obtido a partir de um questionário desenvolvido por estes autores.

Os demais estudos apresentados neste trabalho que se dedicaram à análise da relação existente entre estrutura geral de governança e valor de empresas, quais sejam: Bai et al. (2003), Brown e Caylor (2004), Black, Jang e Kim (2005) e Leal e Carvalhal da Silva (2005) consideraram em suas amostras tanto instituições não financeiras como financeiras e encontraram uma relação positiva entre boas práticas de governança e valor das empresas na China, nos Estados Unidos, na Coreia do Sul e no Brasil, respectivamente. Todos estes estudos construíram índices para mensurar a qualidade geral da estrutura de governança das empresas analisadas. Dentre estes trabalhos, julga-se oportuno destacar o de Leal e Carvalhal da Silva (2005) por incluir em sua amostra também as empresas financeiras e tratar, assim como esta pesquisa, de empresas brasileiras. Apesar disso, os resultados obtidos na presente pesquisa não são coerentes com os encontrados por Leal e Carvalhal da Silva (2005).

Acredita-se que a razão para os resultados obtidos neste trabalho não estarem em consonância com aqueles revelados pelas demais pesquisas que buscaram analisar a relação entre a estrutura geral de governança das empresas e o seu valor de mercado (KLAPPER; LOVE, 2002; DURNEV; KIM, 2003; BAI ET AL., 2003; BEINER ET AL., 2004; BROWN; CAYLOR, 2004; BLACK; JANG; KIM, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; LEAL; CARVALHAL DA SILVA, 2005), possa residir no fato de este adotar como amostra apenas instituições financeiras, apresentar uma amostra reduzida, empregar os níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA como parâmetro para melhores estruturas de governança e ter apresentado valores baixos para os R^2 (medida de ajuste do modelo econométrico) resultantes dos modelos utilizados. Com relação aos níveis diferenciados de governança, faz-se necessário mencionar que as empresas financeiras consideradas neste estudo podem apresentar boas práticas de governança corporativa que extrapolem as exigências da BOVESPA para o nível diferenciado em que estão listadas, e que não foram consideradas na pesquisa.

Desta forma, sugere-se para estudos futuros o desenvolvimento de um índice de governança para as instituições financeiras brasileiras. Com a construção deste índice tornar-se-á possível analisar um número maior de empresas financeiras por um maior período de tempo, ao contemplar também as organizações financeiras brasileiras que não estejam listadas nos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. Além disso, o emprego de um índice permitirá analisar a estrutura geral de governança de cada empresa individualmente, enriquecendo os resultados.

Levando em conta as limitações deste trabalho, deve-se destacar sua importância como meio de contribuir para a discussão ainda inconclusa acerca da relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o valor de empresas. Além disso, deve-se destacar a contribuição deste estudo por abordar apenas instituições financeiras, uma vez que estas, em função de suas especificidades em relação às empresas não financeiras, aparecem com pouca frequência nos trabalhos que tratam de boas práticas de governança e valor de empresas no Brasil. Dadas as especificidades das instituições financeiras, reconhece-se que tratá-las juntamente com as organizações não financeiras oferece certa dificuldade de comparação dos resultados, o que torna interessante e importante, conforme proposto anteriormente, o desenvolvimento de pesquisas voltadas apenas para instituições financeiras.

REFERÊNCIAS

ALCHIAN, A. The basis of some recent advances in the theory of management of the firm. **Journal of Industrial Economics**, v. 14, n. 1, p. 30-44, 1965.

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRADE, L. P. **Governança Corporativa dos Bancos no Brasil**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

ANDRADE, M. M. de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 3. ed. 2. reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

BAI, C. E.; LIU, Q.; LU, J.; SONG, F. M.; ZHANG, J. Corporate Governance and Market Valuation in China. **The William Davidson Institute**, Working Paper n. 564, May 2003. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=393440> >. Acesso em: 22 mai. 2010.

BANZAS, M. S. **Governança corporativa no setor bancário: evolução recente no mercado brasileiro**. 2005. Dissertação (Mestrado em Administração) - Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005.

BEBCHUK, L. A rent-protection theory of corporate ownership and control. **National Bureau of Economic Research – NBER**, Working paper n. 7203, Cambridge, MA, 1999. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w7203> >. Acesso em: 22 mai. 2010.

BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. **National Bureau of Economic Research - NBER**. Working Paper n. 9371, Cambridge, MA, 2002. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w9371> >. Acesso em: 22 mai. 2010.

BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M. M.; ZIMMERMANN, H. An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland.

Europe Corporate Governance Institute – ECGI, Finance Working Paper n. 34, January 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=489322>>. Acesso em: 19 mai. 2010.

BERLE, A; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1932.

BERNARDES, P; BRANDÃO, M. M. Governança Corporativa: algumas reflexões teóricas sob a perspectiva da economia. In: XXIX ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 2005, Brasília. **Anais ...** Rio de Janeiro: ANAPAD, 2005 (CD-ROM).

BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence From Korea. **Europe Corporate Governance Institute – ECGI**, Working Paper n. 86, June, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=311275>>. Acesso em: 19 mai. 2010.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 27 maio 2010.

BROWN, L. D; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm performance. **National Bureau of Economic Research - NBER**. Working Paper, December, 2004. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=586423>>. Acesso em: 19 maio 2010.

CATAPAN, E. A.; HEIDEMANN, F. G. Cálculo do custo de capital como método de avaliar empresas: variáveis essenciais. In: XXII ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO – ENEGEPE, 2002, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ABEPRO, 2002 (CD-ROM).

CERBASI, G. P. **Metodologias para determinação do valor das empresas**: uma aplicação no setor de geração de energia hidrelétrica. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

CHUNG, K. e PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, Autumn, 1994, p. 70-74.

CIANCANELLI, P.; GONZALEZ, J. A. R. Corporate governance in banking: a conceptual framework. In: EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION CONFERENCE, 2000, Athens. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=253714>>. Acesso em 22 fev. 2011.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, November 1937.

COASE, R. H. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v. 3, n. 1, p. 1-44, 1960.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas “Valuation”**: Calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

CORE, J. E.; GUAY, W. R.; LARCKER, D. F. Executive equity compensation and incentives: a survey. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 27-50, April 2003. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=794806>>. Acesso em: 21 maio 2010.

CUCOLO, E.; D’AMORIM, S. Crise no PanAmericano deve acabar em ação criminal, diz BC. **Folha de São Paulo Online**, São Paulo, 10 nov. 2010. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/828805-cri-se-no-panamericano-deve-acabar-em-acao-criminal-diz-bc.shtml>>. Acesso em: 18 fev. 2011.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: XXVIII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 2004, Curitiba. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004 (CD-ROM).

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International corporate governance. **Europe Corporate Governance Institute – ECGI**, Finance Working Paper n. 5, January, 2003. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=320121>. Acesso em: 19 mai. 2010.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. **University of Michigan Working Paper**, April, 2003. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=318719>>. Acesso em: 19 maio 2010.

ENTENDA a evolução da crise que atinge a economia dos EUA. **Folha de São Paulo Online**, São Paulo, 05 dez. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u454948.shtml>>. Acesso em: 18 fev. 2011.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Cad-pesq/arquivos/v07-4art03.pdf>>. Acesso em: 22 outubro 2010.

FREZATTI, F. **Gestão de Valor na Empresa**. São Paulo: Atlas, 2003.

GOMES, A. Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects. **Journal of Finance**, v. 55, n. 2, p. 615-646, April, 2000.

GOULART, A. M. C. **Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil**. 2007. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 678-689, May 1995.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. The effect of board composition and direct incentives on firm performance. **Financial Management**, v. 21, n. 4, p. 101-112, 1991.

HERMALIN, B.; WEISBACH, M. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. **National Bureau of Economic Research – NBER**, Working Paper n. 8161, Cambridge, MA, 2001. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w8161>>. Acesso em: 22 mai. 2010.

HITT, H. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Strategic Management: Competitiveness and Globalization (Concepts and Cases)**. 8th ed. Mason, Ohio: South-Western Cengage Learning, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 20 mai. 2010.

JENSEN, M. C. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, July, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JESOVER, F.; KIRKPATRICK, G. The revised OECD principles of corporate governance and their relevance to non-OECD countries. **Corporate Governance: an international review**, v. 13, n. 2, p. 127-136, March 2005.

KAYO, E. K. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. **World Bank Policy Research**, Working Paper n. 2818, April, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303979>>. Acesso em: 19 mai. 2010.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, April, 1999.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo - RAUSP**, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004. Disponível em: <http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1142>. Acesso em: 19 maio 2010.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. Corporate governance, transparency, and value in Brazil. In: V ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005 (CD-ROM).

LINDENBERG, E.; ROSS, S. Tobin's Q ratio and industrial organization. **Journal of Business**, v. 54, n.1, p. 1-32, January, 1981.

MARTINS, E. (org.). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. Fipecafi. São Paulo: Atlas, 2001.

MCCONNEL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 1, p. 595-612, 1990.

MINAYO, M. C. S.; SANCHES, O. Quantitativo-Qualitativo: Oposição ou Complementaridade? **Caderno de Saúde Pública**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 3, p. 239-262, jul./set., 1993.

MIRANDA, G. J.; REIS, E. A.; LEMES, S. Valor de empresas: uma abordagem do fluxo de caixa descontado. In: IX CONGRESSO INTERNACIONAL DE CUSTOS, 2005, Florianópolis. **Anais...** Associação Brasileira de Custos, 2005 (CD-ROM).

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.

MOTTA, W. H. Remuneração variável: “stock options”, valor econômico agregado, participação nos lucros ou resultados e benefícios flexíveis. In: II SIMPÓSIO DE EXCELENCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA – SEGeT, 2005, Resende. **Anais eletrônicos...** Resende: AEDB, 2005. Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/artigos05/6_REMUNERACAO%20variavel.pdf>. Acesso em: 18 fev. 2011.

MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. **Revista da FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, mai./dez. 2003. Disponível em: <http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_da_fae/fae_v6_n2/08_Aderbal.pdf>. Acesso em: 24 mai. 2010.

NASCIMENTO, A. M. **Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade**. 1998. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1998

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, A. M.. Informações: a busca da evidenciação ideal. **Caderno de Estudos**, São Paulo, FIECAFI-FEA/USP, v. 10, n. 19, p. 16-22, set./dez. 1998. Disponível em: <<http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad19/informacoes.pdf>>. Acesso em: 22 mai. 2010.

OLIVEIRA, C. Avaliação das boas práticas de governança corporativa no Brasil. **Caderno dos discentes Coppead**, Rio de Janeiro, n. 3, p. 18-31, 2000.

OLIVEIRA DE DEUS, F. **Governança corporativa, internacionalização, off-shore companies: o caso Parmalat**. 2006. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Gestão e Negócios, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD principles of corporate governance**. Paris: OECD, 2004. Disponível em: <http://www.oecd.org/document/49/0,3343,en_2649_34813_31530865_1_1_1_1,00.html>. Acesso em: 19 maio 2010.

PAGANO, M.; PANETTA, F.; ZINGALES, L. Why do companies go public? An empirical investigation. **Journal of Finance**, v. 53, n. 1, p. 27-64, February, 1998.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais: uma análise segundo a Teoria de Finanças. In: VI SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO - SEMEAD, 2003, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: FEA-USP, 2003. Disponível em: < <http://www.ead.fea.usp.br/semead/6semead/>>. Acesso em: 24 mai. 2010.

PRESTON, L. E. Corporation and society: the search for a paradigm. **Journal of Economic Literature**, v. 13, n. 2, p. 434-453, 1975.

PROCIANOY, J. L.; ROCHA, C. F. P. Disclosure das cias. abertas: um estudo exploratório do departamento de relações com investidores. In: XXVI ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 2002, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2002 (CD-ROM).

PROWSE, S. D. Corporate control in commercial banks. **Journal of Financial Research**, v. 20, n. 4, p. 509-527, 1997.

QUINTEIRO, L. G. L. A relação entre a evidenciação de informações contábeis e a volatilidade dos retornos das ações no Brasil. In: XXXIX CONSEJO LATINOAMERICANO DE ESCUELAS DE ADMINISTRACIÓN - CLADEA, 2004, Puerto Plata. **Anais...** República Dominicana: CLADEA, 2004 (CD-ROM).

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores. São Paulo: Atlas, 2001.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE Clássicos**, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SALMASI, S. V. **Governança Corporativa e custo de capital próprio no Brasil**. 2007. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

SELLTIZ, C.; JAHODA, M.; DEUTSCH, M.; COOK, S. W. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. 2. ed. 2ª reimp. São Paulo: Herder, 1972.

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

SILVEIRA, A. M.. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estruturas de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B de 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: 21 mai. 2010.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B de C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. In: V ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2005 (CD-ROM).

TOBIN, J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, February 1969.

TOBIN, J.; BRAINARD, W. Pitfalls in Financial Model Building. **American Economic Review**, v. 58, n. 2, p. 99-122, May 1968.

VIEIRA, S. A. **Governança corporativa em instituições financeiras**: análise comparativa entre as normas nacionais e internacionais. 2007. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Brasília, 2007.

WERNKE, R.; LEMBECK, M. Valor econômico adicionado (EVA). **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, ano 29, n. 121, p. 84-90, jan./fev. 2000.

WOOLDRIDGE, J. **Introdução à econometria** – uma abordagem moderna. São Paulo: Cengage Learning, 2006.

ZENDERSKY, H. C.; SILVA, E. P. S.; JUNIOR, S. G.; DANTAS, J. A. Comparação entre os modelos de controle do capital mínimo requerido pelo Novo Acordo de Capital da Basiléia e o modelo regulamentar para as instituições financeiras em atuação no Brasil. In: IV CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2004, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2004 (CD-ROM).

APÊNDICE A – POPULAÇÃO DO ESTUDO

Ano 2007		
	Empresas	Níveis de governança
1	Banco Abc Brasil S/A	Nível 2
2	Banco Bradesco S/A	Nível 1
3	Banco Brasil S/A	Novo Mercado
4	Banco Cruzeiro do Sul S/A	Nível 1
5	Banco Daycoval S/A	Nível 1
6	Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A	Nível 1
7	Banco Indusval S/A	Nível 1
8	Banco Panamericano S/A	Nível 1
9	Banco Pine S/A	Nível 1
10	Banco Sofisa S/A	Nível 1
11	Itaú Unibanco Holding S/A	Nível 1
12	Paraná Banco S/A	Nível 1
13	Porto Seguro S/A	Novo Mercado
14	Redecard S/A	Novo Mercado
15	Sul America S/A	Nível 2

Quadro 4 – Empresas integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática que aderiram aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA até 2007

Fonte: elaboração própria

Ano 2008		
	Empresas	Níveis de governança
1	Banco Abc Brasil S/A	Nível 2
2	Banco Bradesco S/A	Nível 1
3	Banco Brasil S/A	Novo Mercado
4	Banco Cruzeiro do Sul S/A	Nível 1
5	Banco Daycoval S/A	Nível 1
6	Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A	Nível 1
7	Banco Indusval S/A	Nível 1
8	Banco Panamericano S/A	Nível 1
9	Banco Pine S/A	Nível 1
10	Banco Sofisa S/A	Nível 2
11	BMF Bovespa S/A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros	Novo Mercado
12	Itaú Unibanco Holding S/A	Nível 1
13	Paraná Banco S/A	Nível 1
14	Porto Seguro S/A	Novo Mercado
15	Redecard S/A	Novo Mercado
16	Sul America S/A	Nível 2

Quadro 5 – Empresas integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática que aderiram aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA até 2008

Fonte: elaboração própria

Ano 2009		
	Empresas	Níveis de governança
1	Banco Abc Brasil S/A	Nível 2
2	Banco Bradesco S/A	Nível 1
3	Banco Brasil S/A	Novo Mercado
4	Banco Cruzeiro do Sul S/A	Nível 1
5	Banco Daycoval S/A	Nível 1
6	Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A	Nível 1
7	Banco Indusval S/A	Nível 1
8	Banco Panamericano S/A	Nível 1
9	Banco Pine S/A	Nível 1
10	Banco Santander (Brasil) S/A	Nível 2
11	Banco Sofisa S/A	Nível 2
12	BMF Bovespa S/A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros	Novo Mercado
13	Cetip S/A Balcão Organizado de Ativos e Derivativos	Novo Mercado
14	Cielo S/A	Novo Mercado
15	Itaú Unibanco Holding S/A	Nível 1
16	Paraná Banco S/A	Nível 1
17	Porto Seguro S/A	Novo Mercado
18	Redecard S/A	Novo Mercado
19	Sul America S/A	Nível 2
20	Tarpon Investimentos S/A	Novo Mercado

Quadro 6 – Empresas integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Econômica que aderiram aos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA até 2009

Fonte: elaboração própria

APÊNDICE B – AMOSTRA DO ESTUDO

	Empresas	Níveis de governança
1	Banco Abc Brasil S/A	Nível 2
2	Banco Bradesco S/A	Nível 1
3	Banco Brasil S/A	Novo Mercado
4	Banco Cruzeiro do Sul S/A	Nível 1
5	Banco Daycoval S/A	Nível 1
6	Banco do Estado do Rio Grande do Sul S/A	Nível 1
7	Banco Indusval S/A	Nível 1
8	Banco Panamericano S/A	Nível 1
9	Banco Pine S/A	Nível 1
10	Banco Santander (Brasil) S/A	Nível 2
11	Banco Sofisa S/A	Nível 1 (2007) e Nível 2 (2008 e 2009)
12	BMF Bovespa S/A Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros	Novo Mercado
13	Itaú Unibanco Holding S/A	Nível 1
14	Paraná Banco S/A	Nível 1
15	Porto Seguro S/A	Novo Mercado
16	Redecard S/A	Novo Mercado

Quadro 7 – Empresas integrantes do setor financeiro e de seguros do banco de dados Economática que aderiram, e se mantêm listadas até 2009, nos níveis diferenciados de governança instituídos pela BOVESPA, e que compuseram a amostra do estudo

Fonte: elaboração própria