
Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras

Valdir de Jesus Lameira
Walter Lee Ness Junior
T. Diana L. van Aduard de Macedo-Soares

RESUMO

Neste artigo, compartilham-se resultados de pesquisa que procurou verificar se a melhoria das práticas de governança corporativa já promoveu impacto no valor das empresas mensurado pelo *Tobin's Q*. Para atingir esse objetivo de pesquisa, elaborou-se um modelo conceitual que pudesse servir de arcabouço de trabalho. A investigação partiu de uma amostra não-probabilística de companhias abertas com ações listadas para negociação em bolsa de valores que tivessem liquidez. Adotou-se como método estatístico a regressão linear múltipla aplicada em dados coletados nas demonstrações financeiras das empresas e Econômica. Foram utilizadas, também, as variáveis *dummies* de programas de *American Depositary Receipt* (ADR), *dummy* de ADR nos níveis 2 e 3 (ADR23), *dummy* de participação nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) e *dummy* de inserção no Novo Mercado (NM) para representarem níveis de diferenciação de práticas de governança corporativa por parte das empresas. A pesquisa teve resultados estatísticos muito significativos para as *dummies* de ADR e de NM, em relação ao *Tobin's Q*, sugerindo que a melhoria de práticas de governança corporativa já promoveu impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa cujas ações apresentem liquidez e volatilidade de preços.

Palavras-chave: governança corporativa, *Tobin's Q*, programas de ADR, Novo Mercado.

1. INTRODUÇÃO

As empresas brasileiras enfrentam vários desafios para aumentar sua competitividade e com isso conseguir maiores *market-shares*, permanecendo em um ciclo de desenvolvimento contínuo que lhes permita melhorar continuamente seu desempenho e, por conseguinte, seu valor em mercado, em sintonia com os melhores princípios de governança corporativa, ética e responsabilidade que atendam aos diferentes *stakeholders*.

Para conseguirem captar recursos, em melhores condições que as disponíveis para a maioria das empresas, as companhias abertas nacionais precisam

Recebido em 21/dezembro/2005
Aprovado em 02/agosto/2006

Valdir de Jesus Lameira, Engenheiro Civil pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, Pós-Graduado em Finanças pelo convênio formado entre o Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais, o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais e a Fundação Getúlio Vargas, Pós-Graduado e Mestre em Engenharia de Produção pela Universidade Federal Fluminense, é Doutorando em Administração de Empresas na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (CEP 22453-900 — Rio de Janeiro/RJ, Brasil).
E-mail: vlameira@uol.com.br
Endereço:
IAG PUC-Rio
Rua Marquês de São Vicente, 225
Gávea
22453-900 — Rio de Janeiro — RJ

Walter Lee Ness Junior, Economista e Matemático pela Yale University (Estados Unidos), Mestre e Doutor em Administração pelo Massachusetts Institute of Technology (Estados Unidos), é Professor Associado do Instituto de Administração e Gerência e do Departamento de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (CEP 22453-900 — Rio de Janeiro/RJ, Brasil).
E-mail: ness@iag.puc-rio.br

T. Diana L. van Aduard de Macedo-Soares, Mestre e Doutora pela Université de Montréal (Canadá), com especialização em *Strategy & Management* na Harvard Business School (Estados Unidos), é Professora Associada de Administração de Empresas no Instituto de Administração e Gerência e no Departamento de Administração da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (CEP 22453-900 — Rio de Janeiro/RJ, Brasil), Presidente do Conselho de Administração do Grupo Logical Systems, Membro do *Board of Advisors* da *Global Business and Technology Association*, da *New York Academy of Sciences*, do *Strategic Management Society*, do *Strategic Planning Society* e do *American Society for Quality*, e Cônsul-Geral Honorário da Finlândia no Rio de Janeiro.
E-mail: redes@strategy-research.com

melhorar suas práticas de governança corporativa, especialmente se tiverem interesse em recursos oriundos dos mercados de capitais estrangeiros. Um exemplo é a necessidade de atender às exigências do *Sarbanes-Oxley Act*, de 30 de julho de 2002, que envolvem: a elaboração das demonstrações financeiras em padrões contábeis do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em substituição aos padrões dos *United States Generally Accepted* (US GAAP); a constituição de um comitê de auditoria permanente ou de um conselho fiscal permanente; a inexistência de empréstimos da empresa para qualquer dirigente; o exercício de maior transparência das operações societárias, das operações envolvendo derivativos e dos riscos inerentes ao processo operacional; e o aumento e a melhoria dos controles internos e de *compliance*, o que representa, de uma forma geral, maior controle das responsabilidades dos *Chief Executive Officer* (CEO), conselheiros e diretores, e das relações existentes entre eles, entre outros aspectos. Dessa forma, existe um esforço em melhorar as práticas de governança de modo a minimizar os riscos operacionais e financeiros.

Um aspecto exógeno às empresas e que pressiona essas companhias no sentido de melhorarem seu relacionamento com os mercados e os investidores de uma forma geral é o aumento da competição em seu segmento de atuação econômica, devido ao processo de internacionalização da economia brasileira e também à globalização dos mercados, especialmente dos mercados financeiros. Há alguns anos, a economia do País ainda era muito fechada e proporcionava às empresas condições para permanecerem pouco expostas à concorrência de produtos e empresas estrangeiras. Foi nos últimos 11 anos, desde a implantação do Plano Real, que as empresas tiveram de adaptar-se a uma nova realidade. As privatizações, o aumento do investimento direto estrangeiro e a maior integração de nosso mercado financeiro ao mercado global provocaram de fato grandes mudanças no *modus operandi* de muitas das grandes corporações nacionais.

Em meio a essas questões, as empresas buscam soluções de melhoria de sua gestão e uma perfeita sintonia entre suas estruturas de capitais e o vaivém do custo do capital de terceiros e do próprio, de modo a maximizar o retorno dos acionistas, atuando com a desejada ética, transparência e atendimento às exigências das diferentes partes interessadas.

Assim sendo, o objetivo principal da pesquisa em questão neste artigo era responder à seguinte pergunta: Existem evidências empíricas de que a melhoria das práticas de governança corporativa promoveu impacto positivo no valor das companhias abertas nacionais?

Para tanto, foi necessário elaborar um arcabouço de trabalho, desenvolvendo um modelo conceitual que evidenciasse os fatores que impactam o valor das empresas.

Os conhecimentos gerados possibilitam aos administradores financeiros das empresas perceberem que melhores regras de governança impactam positivamente o valor das prin-

cipais companhias abertas nacionais percebido pelo mercado e otimizam a geração de riqueza para os *shareholders*. Além disso, existe carência de estudos conclusivos sobre a relação entre governança e desempenho das empresas, não existindo validações empíricas com elevada significância estatística envolvendo governança e desempenho e, ainda, verifica-se a ausência de uma teoria fechada sobre governança que possibilite apenas avaliar aspectos empíricos.

Em seguida, é apresentado o referencial teórico que fundamentou esta pesquisa. Na terceira seção, explica-se sua metodologia. Na quarta seção são apresentados os resultados obtidos, os quais são discutidos na seção seguinte. Por fim, mostram-se as conclusões a que se chegou.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Muito se tem escrito nos últimos anos sobre governança corporativa. O tema é muito amplo e seu estudo vem atraindo acadêmicos, profissionais, legisladores, acionistas e *stakeholders*. Ao longo do tempo, os estudos sobre governança iniciaram-se pela separação entre propriedade e controle, passando para a visão contratual e a ótica dos conflitos de agência envolvendo questões como a racionalidade limitada e comportamento oportunista dos gerentes, chegando aos estudos mais atuais sobre distribuição de poder, responsabilidades e desempenho, conforme descreve Apreda (2001).

Carvalho (2002) define governança como o conjunto de mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa fazendo com que o controle atue em benefício das partes com direitos legais sobre a companhia.

Com relação à estrutura de propriedade, Jensen e Meckling (1976) desenvolveram, em artigo seminal, uma nova teoria centrada na integração de elementos da teoria da agência, da teoria dos direitos de propriedade e da teoria financeira.

Dessa forma, as pesquisas relacionadas à governança começaram a ter como foco principal o conflito entre agente (administrador) e principal (acionista) e entre a divisão entre *ownership* (poder) & *control* (controle). Nesse contexto, o monitoramento dos administradores é feito pelos investidores minoritários ativistas (em geral investidores institucionais), conforme Silva (2004).

Silva (2002), ainda sobre a estrutura de propriedade e controle, evidencia que em países da Europa continental, Japão e Alemanha encontram-se empresas com estruturas de controle piramidais (acionistas controlam e administram) ou com participações cruzadas entre empresas e bancos em meio a mercados de capitais menos líquidos e desenvolvidos e investidores institucionais menos ativos na questão de monitoramento que é exercida pelos bancos. Assim sendo, as empresas apresentam elevada alavancagem financeira, raciocínio que se estende para quaisquer situações em que o controle é fortemente exercido.

La Porta, Lopez-de-Silanes e Schleifer (1998), em outro artigo seminal, evidenciam que fora dos Estados Unidos, e

particularmente em países com baixa proteção aos direitos dos investidores, mesmo grandes corporações têm elevada concentração de controle (por Estado, família, fundador ou remanescente). Verificam, ainda, que a estrutura desse controle em geral é piramidal e que o conflito entre acionistas controladores e minoritários é o foco dos problemas a serem resolvidos nos mercados emergentes. Por outro lado, Berglöf e Von Thadden (1999) entendem que o maior foco de preocupação nos mercados emergentes deva ser minimizar os problemas dos investidores estrangeiros, pois são mais importantes do que os minoritários locais no processo de desenvolvimento de seu mercado de capitais.

Assim, a implantação de melhores práticas de governança parece ser o caminho para auxiliar as empresas a otimizar seus recursos reais e potenciais. Para La Porta *et al.* (2000), a melhor maneira de pensar a respeito da implementação de melhores práticas de governança corporativa no sentido de aumentar a proteção dos direitos dos investidores é procurar melhorar o ambiente regulatório e as práticas de *enforcement*. Entendem que reformas marginais na regulação não se transformariam em solução tendo em vista a estrutura de controle familiar existente em diversas corporações e os interesses de grupos políticos e de alguns investidores estrangeiros. Contudo, mostraram-se otimistas por entenderem que a integração dos mercados proporciona uma excelente condição para esse salto de qualidade da regulação. Nesse sentido, a existência de programas de *American Depositary Receipt* (ADR) proporciona uma integração entre mercados de capitais externos e empresas nacionais.

No tocante aos programas de ADR é importante mencionar que existem diferentes níveis e cada um deles tem um determinado conjunto de exigências a serem cumpridas pelas empresas.

Assim, o nível 1 possibilita que as empresas tenham suas ações negociadas em mercados de balcão locais (*over-the-counter* — OTC — *market*) sem que tenham registro na *Securities Exchange Commission* (SEC, 2002), o que não impõe a essas companhias a aplicação da legislação imposta às companhias com ADR de nível 2 ou 3, nem a mesma fiscalização por parte desse órgão regulador. Portanto, essas empresas continuam publicando suas informações nos padrões exigidos em seu país de origem, o que implica demonstrações financeiras elaboradas em padrões contábeis diferentes do norte-americano e práticas de auditoria também diferentes das verificadas nos Estados Unidos. Além disso, o OTC *market*, onde os ADRs dessas empresas são negociados, é um mercado de baixa liquidez e esses ADRs não oferecem aos investidores que os comprem a possibilidade de participar de novas emissões de ações que essa companhia venha a fazer, pois isso exigiria que ela fizesse seu registro na SEC.

Nos níveis 2 e 3, as empresas têm seus ADRs negociados em mercados como *New York Stock Exchange*, *American Stock Exchange*, *The Nasdaq Stock Market* ou, também, em uma *Regional Stock Exchange* e no *The OTC Bulletin Board*. Nesses

níveis, as empresas registram-se na SEC e disponibilizam ao mercado norte-americano seu relatório da administração e demais informações tornadas públicas em seu país de origem. Além dessas informações, as empresas elaboram suas demonstrações financeiras e promovem revisão de auditoria em padrões norte-americanos. Os mercados mencionados são de grande liquidez e a presença neles aumenta em muito a visibilidade da empresa. Para as empresas listadas no nível 3, crescem muito as possibilidades de captação de recursos em maior volume, com maiores prazos e menores taxas.

A grande diferença existente é que, no nível 2, as empresas não podem oferecer aos investidores que comprem seus ADRs a possibilidade de participar de novas emissões de novas ações que elas decidam promover. Por último, no nível 3, em geral as empresas optam por listar suas ações em Bolsa de Valores e podem captar recursos com investidores locais, caso decidam emitir novas ações.

Existe, ainda, a possibilidade de as empresas terem seus ADRs negociados no mercado norte-americano, com base na regra SEC 144-A, que permite a colocação de ações de empresas com investidores qualificados (*Qualified Investor Buyer* — QUIB). Nesta pesquisa, inseriram-se as empresas que têm essa modalidade de colocação de seus ADRs junto aos investidores norte-americanos como participantes do grupo que se denominou de empresas com ADR. O objetivo com isso é agrupar empresas que ampliaram seu espectro de investidores e que, por esse motivo, devem ter maior preocupação com a qualidade de suas informações tornadas públicas.

No Brasil, como alternativa para aumentar a proteção dos direitos dos minoritários foram criados, por iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), que incluem os Níveis 1 e 2 de Governança, e o Novo Mercado (NM), em que as empresas somente podem ter em seu capital social ações com direito a voto. Verifica-se que o Nível 1 contém práticas menos exigentes de governança do que as do Nível 2 e estas, por sua vez, são mais brandas do que as exigências para o ingresso no Novo Mercado.

Ainda no tocante à melhoria de práticas de governança, La Porta *et al.* (1997) entendem necessário melhorar o *disclosure* promovido pelas empresas, especialmente as que necessitem captar recursos por meio de programas de ADR ou as que pensem em ter suas ações como parte dos *portfolios* de investimento de investidores estrangeiros.

Sob o enfoque de proteção de minoritários e credores, Jensen (2000) evidencia que o débito pode diminuir o conflito de agência surgido em função da existência de fluxos de caixa livres ou devido à política de dividendos posta em prática pela empresa. Nesse sentido existiria um *trade-off* entre aumento do débito e redução do risco de oportunismo por parte dos gerentes. Heinrich (2000) confirma essa hipótese de que o endividamento gera vantagem em relação ao maior monitoramento dos agentes pelos principais.

Na fase mais recente, os estudos concentram-se na busca de uma relação entre governança, desempenho e valor da companhia pelo mundo, como demonstram os trabalhos de Maher e Andersson (2000), Fuerst e Kang (2000), Bai *et al.* (2002), Chen, Chen e Wei (2004) e Böhren e Odegaard (2004). No Brasil, podem-se citar Leal e Silva (2005), Silveira (2004) e Silva (2004).

Em suma, governança relacionou-se, ao longo do tempo, com:

- separação entre propriedade (*ownership*) e controle (*control*) nas empresas (BERLE e MEANS, 1932; JENSEN e MECKLING, 1976; entre outros);
- problemas inerentes a uma abordagem contratual (HART, 1995 — enfocando a questão dos conflitos de agência; JENSEN e MECKLING, 1976);
- o problema da racionalidade limitada (SIMON, 1997) e o comportamento oportunista (DEMSETZ, 1992; WILLIAMSON, 1975);
- questões referentes à distribuição de poder (RAJAN e ZINGALES, 2000), das responsabilidades (LA PORTA, LOPES-DE-SILANES e SCHLEIFER, 1998);
- mais recentemente, as que se relacionam a valor e desempenho (SILVEIRA, 2004; LEAL e SILVA, 2005; MORK, SCHLEIFER e VISHNY, 1988).

Assim, percebe-se que todos os enfoques remetem aos processos decisórios na direção das empresas, ou seja, uma dimensão que se relaciona com todas as demais, sendo que a questão do impacto no valor da empresa torna-se central em um momento de elevada competição.

Logo, o paradigma dominante atual associa a melhoria de práticas de governança sob a perspectiva de: aumentar a eficiência dos mecanismos de controle sobre a administração; diminuir o conflito entre fornecedores de capital e empresa; diminuir a possível expropriação do minoritário, maximizando o valor da companhia sob a percepção do acionista.

3. A PESQUISA

Nesse contexto, utilizaram-se quatro *dummies* para representarem a evolução das práticas de governança das empresas. A primeira relaciona-se com a participação da empresa nos NDGC; a segunda é referente à inserção da empresa no NM, que é o nível de maior exigência entre todos os NDGC; a terceira indica se a empresa tem programa de ADR; e a quarta indica se a empresa tem ADRs nos níveis 2 e 3.

Por último, será testado empiricamente se existe uma relação negativa entre valor e custo de capital das empresas, representado nesta pesquisa pelo Beta da companhia em mercado, tendo em vista que esse é o único componente variável incluído no cálculo do custo de capital, em conformidade as evidências encontradas em Damodaran (1997).

Dessa forma, partiu-se do pressuposto de que as companhias incluídas nesses grupos estão pondo em prática regras

de governança corporativa mais aperfeiçoadas e que isso já tenha provocado impacto no valor dessas empresas.

Listam-se, a seguir, as hipóteses que a pesquisa procurou testar.

Hipótese 1: Se a empresa tem programa de ADR nível 2 ou 3, o valor da empresa será maior. Positivamente relacionada (+).

Hipótese 2: Se a empresa tem programa de ADR, o valor da empresa será maior. Positivamente relacionada (+).

Hipótese 3: Se a empresa participa do NM, o valor da empresa será maior. Positivamente relacionada (+).

Hipótese 4: Se a empresa participa de algum dos NDGC, o valor da empresa será maior. Positivamente relacionada (+).

Hipótese 5: Quanto maior for o Beta da empresa, menor será seu valor. Negativamente relacionada (-).

Foram utilizados, nesta investigação, o *Tobin's Q* como variável dependente e um total de dez variáveis independentes. A seguir, relacionam-se e descrevem-se as variáveis.

3.1. Variável dependente

• *Tobin's Q*

Representa a razão entre o valor de mercado dos ativos e o seu valor contábil. É uma variável muito utilizada para representar uma medida de valor das empresas.

3.2. Variáveis independentes

3.2.1. Variáveis relacionadas com a estrutura de capital

• **Exigível Total / Patrimônio Líquido (EX/PL)**

Essa variável identifica a relação entre endividamento e capital existente nas estruturas de capital das empresas da amostra e representa o nível de utilização, proporcional, de recursos próprios e de dívida. Trabalha com a premissa de que essa variável seja positivamente relacionada com o valor da empresa, tendo em vista que a teoria financeira descreve o custo de capital de terceiros como mais barato do que o custo de capital próprio, conforme Gitman (1997) (+).

• **Endividamento de Curto Prazo / Ativo total (ECP/AT)**

Indica o montante de dívida de curto prazo que a empresa possui, relacionando-a com o total de seus ativos. Essa variável mede o quanto existe de dívida de curto prazo na formação dos ativos disponíveis para geração de riqueza pela empresa. Segundo Brealey e Myers (2003), na teoria econômica

o ideal é que os ativos sejam sustentados por financiamentos de longo prazo, de modo que possam ser instrumentos do pagamento das dívidas que originaram sua aquisição. Portanto, trabalha com a premissa de que essa variável seja negativamente relacionada com a variável dependente e que, quanto menor for o endividamento de curto prazo, maior será a probabilidade de os ativos gerarem quantidade maior de riqueza para os proprietários (-).

3.2.2. Variável relacionada com o aspecto econômico

- **Investimentos / Patrimônio Líquido (INV/PL)**
Relaciona o nível de investimentos (capital de giro + investimentos em ativos permanentes) feitos pelas empresas em relação a seu patrimônio líquido e identifica a capacidade da empresa de manter ou aumentar sua capacidade de produção e de geração de riqueza em conformidade com Damodaran (1997). Utiliza como premissa que essa variável seja positivamente relacionada com a variável dependente (+).

3.2.3. Variáveis relacionadas com o mercado financeiro

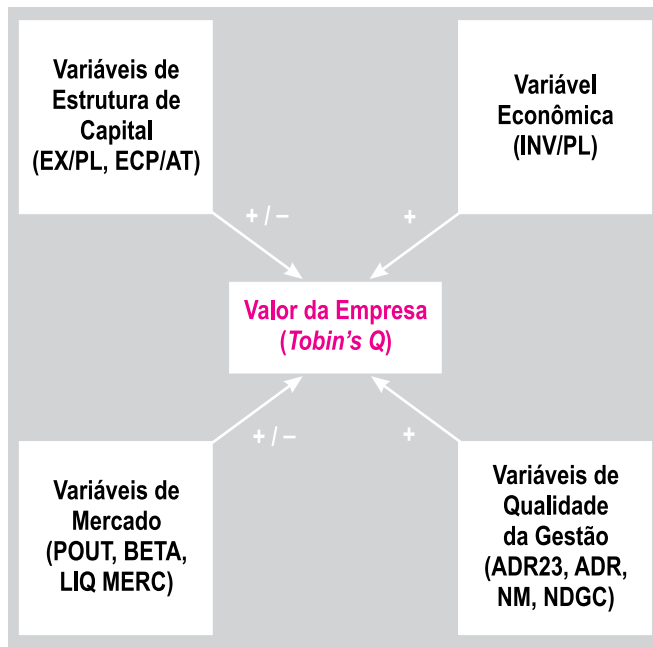
- **Liquidez de Mercado (LIQMERC)**
Identifica a liquidez das ações da empresa no mercado. Estima-se que essa variável seja positivamente relacionada com a variável dependente, pois, quanto maior a liquidez, maior deve ser o percentual de ações em circulação e, logo, maior a base acionária da companhia, o que deve acarretar maior valor de mercado dos ativos e do *Tobin's Q*. Além disso, observa que em mercados emergentes as companhias apresentam baixa liquidez. Portanto, trabalha com a premissa de que esse fator deve relacionar-se positivamente com o valor de mercado da companhia (+).
- **Índice de Pay-Out (POUT)**
Representa a quantidade de recursos gerados pela empresa que foi posteriormente distribuída para os acionistas na forma de dividendos. É, portanto, um instrumento que possibilita a distribuição para os acionistas de parte da riqueza gerada pela empresa. Acredita-se que o valor da empresa não seja influenciado pelo pagamento de dividendos, em conformidade com o teorema número 2 de Modigliani e Miller (1961) (+/-).
- **Beta (BETA)**
Identifica a percepção de risco que o mercado tem da ação da empresa e funciona, neste modelo, como a variável de risco associado ao capital próprio da companhia. Parte-se da premissa de que existe uma relação negativa com o valor, pois, como o Beta está diretamente relacionado com o custo médio de capital da empresa, conforme Damodaran (1997), que é o fator utilizado para descontar o fluxo de caixa futuro a ser gerado pela empresa no futuro, quanto maior o beta, menor é o valor da companhia (-).

3.2.4. Variáveis relacionadas com a qualidade da administração

- **Programa de ADR nível 2 ou 3 (ADR23)**
É uma variável *dummy* que identifica se a empresa possui programa de ADR no nível 2 ou 3, o que permite a negociação de suas ações no mercado de capitais norte-americano com maior grau de exigência do que o nível 1, que não permite captação de recursos por meio de emissões primárias. A hipótese é que as empresas aperfeiçoam suas práticas de governança corporativa para obter sucesso nesse mercado, o que se relaciona com um nível mais elevado de gestão, quer seja no plano informacional, quer seja no de relacionamento com o investidor, quer seja no contábil financeiro, quer seja no plano de atendimento às regulamentações e normas (+).
- **Programa de ADR (ADR)**
É uma variável *dummy* que identifica se a empresa possui programa de ADR em qualquer nível. Da mesma forma que se raciocinou para a variável anterior, a hipótese é que as empresas precisam aperfeiçoar suas práticas de governança corporativa para ingressar no mercado norte-americano, o que se relaciona com um nível mais elevado de gestão, quer seja no plano informacional, quer seja no de relacionamento com o investidor, quer seja no contábil financeiro, quer seja no plano de atendimento às regulamentações e normas (+).
- **Participação no Novo Mercado da Bovespa (NM)**
É uma variável *dummy* que identifica se a empresa está inserida no Novo Mercado da Bovespa. A hipótese é que essa variável também se relaciona com um nível mais elevado de práticas de governança por parte da administração da companhia. A ênfase encontra-se no investidor local, e as preocupações estão centradas no atendimento às normas vigentes, na maior atenção às demandas dos investidores e das instituições (+).
- **Participação nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC)**
É uma variável *dummy* que identifica se a empresa está inserida em um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa. A hipótese é que essa variável também se relaciona com um nível mais elevado da administração da companhia, porém em grau menor do que o representado pelas *dummies* de ADR23, ADR e NM (+).

3.3. Modelo conceitual

Para melhorar o entendimento da pesquisa em questão, mostra-se na figura a seguir o modelo conceitual desenvolvido para operacionalizar a investigação.



Modelo Conceitual para Explicar o Valor das Empresas

Para testar a existência de relações estatísticas entre as variáveis enunciadas anteriormente, utilizou-se o método das regressões lineares múltiplas. A escolha do referido método resultou da tentativa de explicar os efeitos na variável dependente provocados pelo comportamento das variações das variáveis independentes. Além disso, não se encontraram correlações entre as variáveis independentes, conforme consta na tabela 1.

Assim, procurou-se obter subsídios para responder às hipóteses formuladas, nos resultados gerados para os coeficientes $\hat{\alpha}$ e seus respectivos *p-values* e nos resultados do modelo de

regressão utilizado para verificar a existência de relações estatísticas importantes entre as variáveis independentes e a variável dependente.

$$Q = \beta_0 + \beta_1 EX/PL + \beta_2 ECP/AT + \beta_3 INV/PL + \beta_4 LIQMERC + \beta_5 POUT + \beta_6 BETA + \beta_7 ADR23 + \beta_8 ADR + \beta_9 NM + \beta_{10} NDGC + \varepsilon$$

4. METODOLOGIA DA PESQUISA

Esta pesquisa insere-se na linha epistemológica neopositivista e reveste-se de um caráter hipotético-dedutivo, pois, parte-se do conhecimento gerado a partir da análise do fenômeno em uma amostra para, depois, promover-se a generalização dos resultados em relação ao universo de empresas nacionais.

Trabalhou-se com o universo de 355 companhias abertas brasileiras que, no mês de abril de 2005, estavam com suas ações listadas para negociação na Bovespa.

O motivo para escolha desse mês é que nesse período informações relevantes em relação ao desempenho das empresas no último exercício social são amplamente divulgadas, e isso deve provocar maior volatilidade dos preços dessas ações, além de aumento do volume de negócios.

Assim, selecionou-se uma amostra não-probabilística, com as empresas listadas em bolsa que no mês de abril apresentaram liquidez e volatilidade diferentes de 0 (zero), o que demonstra que suas ações são de interesse de negócios por parte dos investidores. Logo, restaram 64 empresas, que passaram a constituir a amostra desta pesquisa.

Para obtenção dos dados, recorreu-se ao banco de dados da Economatica, aos Informativos Anuais das empresas (IAN) e a outras informações disponíveis no *site* da Bovespa.

Para fundamentar a inexistência de correlações entre as variáveis independentes, evidenciaram-se, na tabela 1, as cor-

Tabela 1

Correlações entre Variáveis Independentes (Método de Pearson)

		EX/PL	ECP/AT	INV/PL	LIQMERC	POUT	BETA
Correlação de Pearson	EX/PL	1,000					
	ECP/AT	-0,057	1,000				
	INV/PL	0,064	-0,096	1,000			
	LIQMERC	-0,055	-0,085	-0,034	1,000		
	POUT	-0,128	-0,271	0,004	0,147	1,000	
	BETA	-0,058	-0,360	0,207	-0,039	0,022	1,000
σ (monocaudal)	EX/PL	—					
	ECP/AT	0,330	—				
	INV/PL	0,310	0,227	—			
	LIQMERC	0,335	0,254	0,396	—		
	POUT	0,158	0,016	0,489	0,125	—	
	BETA	0,324	0,002	0,052	0,380	0,432	—

relações existentes entre essas variáveis, segundo o teste de Pearson.

Apesar das referidas limitações, escolheu-se o método das regressões lineares múltiplas por possibilitar maior amplitude na utilização de variáveis independentes, o que é extremamente vantajoso em pesquisas que envolvem temas cujas teorias não estejam fechadas.

5. RESULTADOS

Quanto à qualidade dos resultados finais da pesquisa, as variáveis EX/PL, BETA, ADR, NM e LIQMERC mostraram-se relevantes na explicação do *Tobin's Q*, a um nível de significância de 10%.

A seguir, apresenta-se a tabela 2 com os resultados das regressões lineares múltiplas para *Tobin's Q*. Na primeira coluna consta o nome da variável, na segunda encontra-se o resultado do modelo com a inserção de todas as variáveis, e na terceira o modelo com melhor ajustamento dos pontos à reta de regressão. Nesses modelos, verificaram-se o relacionamento e o impacto das variáveis EX/PL, LIQMERC, BETA, ADR e NM na explicação do *Tobin's Q*. Foram evidenciados os valores dos coeficientes calculados acompanhados de seus *p-values*.

Tabela 2

Resultados das Regressões com *Tobin's Q*

Variável	<i>Tobin's Q</i>			
	Modelo com Todas as Variáveis		Modelo com Melhor Ajustamento	
	Coefficiente	Significância	Coefficiente	Significância
Constante	0,574*	0,002	0,463*	0,000
EX/PL	0,000	0,122	0,000***	0,092
ECP/AT	-0,001	0,699		
INV/PL	0,000	0,854		
LIQMERC	0,381***	0,074	0,320***	0,094
POUT	0,062	0,573		
BETA	-0,039**	0,008	-0,039**	0,002
ADR23	-0,175	0,543		
ADR	0,345***	0,076	0,262***	0,084
NM	1,227*	0,000	1,084*	0,000
NDGC	-0,146	0,431		
R ²	0,417		0,401	
R ² Ajustado	0,304		0,349	
Teste de F	3,713*	0,001	7,641*	0,000

Notas: * Estatisticamente significativo a 1%.
 ** Estatisticamente significativo a 5%.
 *** Estatisticamente significativo a 10%.

Fonte: Elaborada pelos autores.

As regressões mostram R² Ajustados de 0,304 para o modelo com todas as variáveis e de 0,349 para o modelo com melhor ajustamento, o que aumenta a segurança de sugerir-se que o valor das empresas está relacionado com a melhoria das práticas de governança corporativa das empresas que possuem ações com liquidez e volatilidade de seus preços em bolsa de valores. Em relação aos resultados, encontrou-se elevada significância estatística entre *Tobin's Q* e as variáveis ADR e NM para fundamentar a relação entre as melhores práticas e o valor das empresas.

O resultado encontrado para os R² Ajustados é muito melhor do que os dos modelos evidenciados por Leal e Silva (2005) para as empresas listadas em bolsa de valores no Brasil e no Chile (de 0,2387 o melhor modelo relacionando índice com valor); é também melhor do que o R² Ajustado que Bai *et al.* (2002) obtiveram para 1.006 empresas chinesas (de 0,046, o melhor modelo relacionando valor e índice de governança, e pior do que o modelo que apresentou R² de 0,342 relacionando valor e variáveis de governança isoladas); e é, ainda, melhor do que o R² Ajustado do modelo de Black, Jang e Kim (2004), aplicado em 515 empresas coreanas para *Tobin's Q* (0,3343) e para *market-to-book value* (0,3329), ficando menor do que o resultado que esses autores obtiveram para a variável *market-to-sales* (0,4855).

No modelo com a melhor ajustamento da pesquisa aqui relatada, o coeficiente da variável NM ($\beta_9 = 1,084$ com *p-value* de 0,000) mostrou-se como o mais relevante. Em conjunto, verificou-se a relevância dos valores dos coeficientes da variável ADR ($\beta_8 = 0,262$ com *p-value* de 0,084) e da variável BETA ($\beta_6 = -0,039$ com *p-value* de 0,002). Confirmou-se, também, a relação entre o *Tobin's Q* e a LIQMERC ($\beta_4 = 0,320$ com *p-value* de 0,094).

Concluiu-se que as hipóteses 2, 3 e 5 foram confirmadas para o modelo com variável dependente *Tobin's Q*. Não foi possível verificar significância estatística para a variável NDGC nem para a variável ADR23, o que fez com que se rejeitassem as hipóteses iniciais.

Nesse modelo, conforme a hipótese, a variável BETA mostrou-se negativamente relacionada ($\beta_6 = -0,039$ com *p-value* de 0,002), a um nível de significância estatística de 5%. Isso confirma a relação entre risco e retorno existente em todos os ativos financeiros, conforme prevê a teoria em Damodaran (1997).

6. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados da pesquisa encontram-se alinhados aos resultados de diversas investigações feitas no exterior que relacionam práticas de governança com o valor das empresas. Porém, até agora, poucos resultados para *Tobin's Q* foram obtidos com valores de R² Ajustados tão significativos, conforme evidenciou-se na seção anterior.

No Brasil, Silveira (2004) conseguiu um R² de 0,4726 para testes que relacionam um índice de governança ao valor das corporações, utilizando o método das equações simultâneas.

Na pesquisa aqui apresentada, conseguiu-se obter um R^2 de 0,401, com a utilização do método das regressões lineares múltiplas.

Confirmou-se a hipótese de que as empresas com melhores práticas de governança já perceberam impacto em seus desempenhos mensurados pelo retorno dos acionistas, se for observado como parâmetro a significância estatística dos estimadores das variáveis *dummy* de ADR e da *dummy* de NM. Essa constatação sugere estar correto o raciocínio de Berglöf e Von Thadden (1999) de que o principal foco de preocupação das práticas de governança nos países emergentes deve ser a minimização de problemas em relação aos investidores estrangeiros.

No âmbito do mercado nacional, ainda não foi possível verificar-se o impacto das práticas de governança na percepção dos investidores locais, para as empresas que ingressaram nos NDGC. No tocante à participação nos mercados do exterior com programas de ADR níveis 2 e 3, também não se pôde confirmar a existência de significância estatística entre essa variável e o valor da empresa.

Em suma, os resultados para as *dummies* de ADR e NM confirmam o pensamento de La Porta *et al.* (2000) de que a integração de empresas, outrora locais, aos mercados externos propicia o aumento de proteção dos investidores pelo aumento das práticas de *disclosure*, o que ratifica as conclusões de La Porta *et al.* (1997), e pela melhoria do aspecto regulatório a ser atendido.

Confirmou-se a hipótese de que o Beta relaciona-se negativamente com o valor, o que confirma empiricamente a teoria financeira que descreve uma relação negativa entre valor e custo de capital representado neste modelo pela variável Beta.

7. CONCLUSÕES

Os resultados expostos confirmaram a hipótese formulada na pesquisa de que nível mais elevado de práticas de governança produz impacto no valor das empresas, mensurando essa variável como o *Tobin's Q* das empresas.

Trabalharam-se as hipóteses em conformidade com La Porta *et al.* (1997), que entendem necessária a melhoria do *disclosure* promovido pelas empresas, especialmente as que necessitem captar recursos por meio de programas de ADR ou as que pensem em ter suas ações como parte dos *portfolios* de investimento de investidores estrangeiros, conforme já mencionado no referencial teórico.

A esse respeito, os resultados obtidos permitem dizer que a necessidade de atender a exigências externas de transparência, *compliance*, *accountability* e aumentar o nível de controle já se mostram relevantes na formação de valor nas companhias abertas nacionais.

Do grupo de variáveis de estrutura de capital somente a relação entre endividamento e patrimônio líquido mostrou relevância estatística, mas sem grandes efeitos, pois o coeficiente é muito próximo de zero. A variável econômica merece atenção, assim como futuros estudos com bases de dados maiores e em períodos mais longos.

A variável liquidez de mercado foi bastante expressiva no modelo *Tobin's Q*, mostrando-se com forte relação estatística, porém com coeficiente de pequena expressão. Nesse grupo, apenas a variável que mensura o nível de *pay-out* se mostrou sem significância estatística, o que ratifica o postulado de Modigliani e Miller (1961) de que o dividendo não é variável de relevância para avaliar uma empresa. Os resultados para Beta confirmam a teoria financeira, conforme se encontra em Damodaran (1997).

As variáveis de qualidade de gestão, que foram objeto das hipóteses, mostraram-se fortemente relacionadas com o valor de mercado das empresas e suas medidas de *Tobin's Q*, à exceção da variável *dummy* para NDGC e da variável ADR23.

Dessa forma, conclui-se que o modelo apresentado mostrou-se bastante eficiente para avaliar o impacto da melhoria das práticas de governança no valor das companhias abertas nacionais que demonstram forte interesse no mercado de capitais. Além disso, o modelo permitiu a inserção de algumas variáveis que se mostraram estatisticamente relacionadas com a variável dependente, como a LIQMERC.

Os resultados ainda parecem indicar que as exigências para acesso aos níveis 1 e 2 de governança da Bovespa não são relacionadas com valor.

A esse respeito, uma forma de raciocinar é que tais exigências englobam requisitos ainda pouco efetivos na prática pelos grandes investidores locais ou estrangeiros. Outra forma de pensar é que o número de empresas listadas nesses níveis diluiu a relação com valor devido ao ingresso de empresas com excelentes desempenhos e de outras com desempenhos fracos, sendo os interesses desses grupos completamente diferentes entre si. Além disso, existe grande diversidade de perfis de risco das empresas desses dois grupos, conforme Lameira (2005).

É de grande valia para futuros pesquisadores a utilização de exigências relacionadas com a criação de programas de ADR (incluindo também investigações a respeito dos programas de nível 2 ou 3) e participação no Novo Mercado, na construção de índices de governança para testes de verificação de relação com valor ou outras variáveis.

Para os profissionais fica claro o sentido de que as práticas de governança se impõem como uma exigência no sentido de melhorar a percepção de investidores quer seja em relação ao valor, em conformidade com Leal e Silva (2005), quer seja em relação ao risco, conforme Lameira (2005), quer seja em relação a inúmeras outras variáveis.

Assim, conclui-se que a melhoria das práticas de governança das companhias abertas nacionais está associada a impactos no valor dessas empresas, o que evidencia a importância da aplicação de boas regras de governança por parte das modernas corporações, pois o principal interesse dos *shareholders* é aumentar o valor da empresa, e o alcance dessa meta é o objetivo fundamental dos administradores, conforme evidenciou Jensen (2000). ♦

- APREDA, Rodolfo. Corporate governance in Argentina. The outcome of economic freedom (1991-2000). *Corporate Governance: An International Review*, Birmingham, England, v.9, issue 4, p.298-310, Oct. 2001.
- BAI, Chong-En; LIU, Qiao; LU, Joe; SONG, Frank M.; ZHANG, Junxi. *Corporate governance and firm valuation in China*. Social Science Research Networks, Nov. 2002. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 30 jun. 2005.
- BERGLÖF, Erik; VON THADDEN, Ernst-Ludwig. *The changing corporate governance paradigm: implications for transition and developing countries*. Social Science Research Networks, June 1999. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 30 jun. 2005.
- BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan, 1932.
- BLACK, Bernard S.; JANG, Hasung; KIM, Woochan. *Does corporate governance predict firms market values? Evidence from Korea*. Social Science Research Networks, Nov. 2004. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 30 jun. 2005.
- BÖHREN, Oyvind; ODEGAARD, Bernt Arne. *Governance and performance revisited*. Social Science Research Networks, Feb. 2004. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 30 jun. 2005.
- BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. Principles of corporate finance. 7th ed. New York: Irwin-McGraw Hill, 2003.
- CARVALHO, Antônio Gledson de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, São Paulo, v.37, n.3, p.19-32, jul./ago./set. 2002.
- CHEN, Kevin C.W.; CHEN, Zhihong; WEI, K.C. John. *Disclosure, corporate governance and the cost of capital: evidence from Asian's emerging markets*. Social Science Research Networks, June 2004. Disponível em: <www.ssrn.com >. Acesso em: 30 jun. 2005.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- DEMSETZ, Harold. *The emerging theory of the firm*. Acta Universitatis Upsaliensis. Studia Oeconomiae Negotiorum 33. Uppsala. Ireland: Datapage International Ltd. 1992. 55p.
- FÜERST, Oren; KANG, Sok-Hyon. *Corporate governance, expect operating perform, and pricing*. Social Science Research Networks, Jan. 2000. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 30 jun. 2005.
- GITMAN, Lawrence J. *Gitman, princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- HART, Oliver. *Firms contracts and financial structure*. London, United Kingdom: Oxford University Press, 1995.
- HEINRICH, Ralph H. *Complementaries in corporate governance: ownership concentration, capital structure, monitoring and pecuniary incentives*. Kiel Institute of World Economies, Social Science Research Networks, Feb. 2000. Disponível em: < www.ssrn.com >. Acesso em: 30 jun. 2005.
- JENSEN, Michael C. *A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2000. 311p.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, New York, v.3, p.305-360, Oct. 1976.
- LAMEIRA, Valdir de Jesus. Governança corporativa: existem evidências empíricas de impacto no Beta e D-Beta? In: ENCONTRO NACIONAL DE FINANÇAS, 5, 2005, São Paulo. *Anais...* São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2005.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Law & finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v.106, n.4, p.1113-1155, July/Ago. 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, Duke University, Geórgia, United States, v.52, n.3, p.1131-1150, July 1997.
- _____. Investor protection & corporate governance. NBER Working Paper 7403, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA., 2000. Disponível em: <www.nber.com>. Acesso em: 30 jul. 2005.
- LEAL, R.P.C.; SILVA, A.L. Carvalho da. *Corporate governance, value and dividend payout in Brazil and Chile*. Inter-American Development Bank. Research Network Working Paper R-516, Oct. 2005.
- MAHER, M.; ANDERSSON, T. Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. In: RENNEBOOG, L.; MCCAHERY, J.; MOERLAND, P.; RAAIJMAKERS, T. (Ed.). *Convergence and diversity of corporate governance regimes and capital markets*. United Kingdom: Oxford University Press, 2000.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, Chicago, v.34, p.411-433, Oct. 1961.
- MORK, Randall; SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, New York, v.20, n.1, p.293-316, Mar. 1988.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. *Power in the theory of the firm*. National Bureau of Economic Research, Jan. 2000. Disponível em: <www.nber.com>. Acesso em: 30 jul. 2005.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (SEC). *International investing* — get the facts. How you can learn more about foreign companies and markets. SEC division of corporation finance. 2002. Disponível em: <http://www.sec.gov/pdf/ininvest.pdf>. Acesso em: 30 jul. 2005.

SILVA, André Luiz Carvalho da. *A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto*. 2002. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) — Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.

SILVA, André Luiz Carvalho da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out./nov./dez. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.

SIMON, Herbert. *Administrative behavior*. 4th ed. New York: The Free Press, 1997.

WILLIAMSON, Oliver. *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. New York: The Free Press, 1975. 286p.

Corporate governance: impacts in the value of Brazilian public corporations

In this article we sought to verify whether the improvement in corporate governance practices in Brazil has already had an impact on the value of corporations, measured by the Tobin's Q. The investigation examined a non-probabilistic sample of public corporations, whose shares have liquidity and volatility different from zero. The research adopted the multiple linear regression method, which was applied to a secondary data base, thus enabling us to define the variables tested in our model. The data in question were taken from corporations' financial statements, obtained from the Economatica data base. We also used dummy variables for American Depositary Receipts (ADR) programs, ADR levels 2 and 3 (ADR23), corporations listed in the Bovespa's Differentiated Levels of Corporate Governance (henceforth referred to as DLCG) and the New Market (NM), in order to represent the different levels of corporate governance achieved. The research obtained highly significant statistical results for dummy variables ADR and NM in relation to Tobin's Q, suggesting that the improvement in corporate governance practices has already had an impact on the value of public corporations whose shares have significant levels of liquidity and price volatility.

Uniterms: corporate governance, Tobin's Q, ADR programs, Brazilian New Market.

Gobierno corporativo: impactos en el valor de corporaciones públicas brasileñas

En este artículo intentamos verificar si la mejora en prácticas del gobierno corporativo en Brasil ha tenido ya un impacto en el valor de corporaciones, medido por la investigación del Q de Tobin. La investigación examinó una muestra non-probabilistic de las corporaciones públicas, que partes tienen liquidez. La investigación adoptó el método múltiple de la regresión lineal, que fue aplicado a una base de datos secundaria, así permitiénd definir las variables probadas en nuestro modelo. Los datos en la pregunta fueron tomados de los estados financieros de las corporaciones, obtenidos de la base de datos de Economatica. También utilizamos las variables simuladas para los programas americanos de los recibos de depositario (ADR), los niveles 2 y 3 de ADR (ADR23), las corporaciones enumeradas en los niveles distinguidos del gobierno corporativo (en adelante designado DLCG) y el nuevo mercado (NM) en Bovespa, para representar los diversos niveles del gobierno corporativo alcanzados. La investigación obtuvo los resultados estadísticos altamente significativos para las variables simuladas ADR y NM en lo referente a Q de Tobin, sugiriendo que la mejora en prácticas del gobierno corporativo ha tenido ya un impacto en el valor de las corporaciones públicas que partes tienen niveles significativos de la volatilidad y de la liquidez.

Palabras clave: gobierno corporativo, Q de Tobin, programas de ADR, Nuevo Mercado brasileño.