

Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012

Fecha de recepción: 11.12.2013

Fecha de aceptación: 30.03.2014

Anderson Catapan

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

Romualdo Douglas

Colauro

Pontifícia Universidade
Católica do Paraná
rdcolauro@ufpr.br

Resumo

O objetivo desta pesquisa é examinar se existe relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras listadas no BM&FBOVESPA, considerando os anos de 2010-2012. Para tanto, os dados foram recolhidos junto ao DIVEXT – sistema de divulgação de informações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o software Empresas Net – também da CVM. Foi utilizada a regressão com dados em painéis para analisar as relações. O resultado obtido evidenciou uma relação direta percebida entre valor de mercado das empresas e nível de divulgação. Este resultado ilustrou que quanto maior a evidenciação de informações, maior o valor de mercado das empresas. Além da relação significativa entre valor de mercado e governança corporativa, observou-se relação entre Índice de Governança Corporativa e duas variáveis: q de Tobin e *Return On Assets*.

Palavras-chave: governança corporativa, desempenho econômico-financeiro, empresas de capital aberto

Corporate governance: a review of its relationship with the financial performance of listed companies in Brazil in the years of 2010-2012

Abstract

The objective of this research is to examine whether there is a relationship between corporate governance and financial performance in Brazilian companies listed on BM & FBOVESPA, considering years 2010-2012. Therefore, data were collected from the Divext -system of disclosure of the Brazilian Securities Commission (CVM) and Net Software Enterprises –and also the CVM. Regression was used with panel data to analyze the relationship. The result showed a direct relationship between perceived market value of firms and level of disclosure. This result illustrated that the higher the disclosure of information, the higher the market value of companies. Besides the significant relationship between market value and corporate governance, a relationship was found between Corporate Governance Index and two variables: Tobin's q and Return On Assets.

Keywords: corporate governance, financial performance, publicly traded companies

Gobierno corporativo: un análisis de su relación con el desempeño financiero de las empresas cotizadas en Brasil en los años 2010-2012

Resumen

El objetivo de esta investigación es examinar si existe una relación entre el gobierno corporativo y el desempeño financiero de las empresas brasileñas que cotizan en bolsa (BM & FBOVESPA), teniendo en cuenta los años 2010-2012. Por lo tanto, los datos se obtuvieron de la Divext —sistema de divulgación de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil (CVM) y de Empresas de Software Net— y también de la CVM. Se utilizó regresión con datos de panel para analizar la relación. El resultado mostró una relación directa entre el valor de mercado percibido de las empresas y el nivel de divulgación. Este resultado ilustra que cuanto mayor es la divulgación de la información, más alto es el valor de mercado de las empresas. Además de la relación significativa entre el valor de mercado y el gobierno corporativo, se encontró una relación entre el Índice de Gobierno Corporativo y dos variables: la q de Tobin y rendimiento de los activos.

Palabras clave: gobierno corporativo, desempeño financiero, empresas que cotizan en bolsa

Introdução

O Brasil passa por uma fase de crescimento econômico nos últimos anos. Dentre os fatores que influenciaram tal fato, Costa (2008) elenca a solidez dos fatores macroeconômicos, o aumento do investimento no mercado acionário em contraponto a investimentos tradicionais e aos quesitos implantados pelas boas práticas de governança corporativa das empresas.

Temas relacionados a governança corporativa são recorrentes nas pesquisas nacionais e internacionais. Aspectos de propriedade e controle foram tratados inicialmente por Berle e Means (1932) na pesquisa *The Modern Corporation and Private Property*. Neste estudo, os autores discorrem acerca da relação entre acionistas e agentes administradores, quando estes possuem poderes para tomar decisões em nome dos acionistas. Explicam que quando existe a separação entre estes dois lados, há possibilidade de ocorrer problemas de agência e podem aparecer na separação entre propriedade e controle, devido a fatores como os interesses e os objetivos dos gestores e proprietários.

Andrade e Rosseti (2009) explicam que no Brasil um conflito de agência muito comum pode ser percebido entre os acionistas majoritários e minoritários. Ao contrário de países onde existe grande dispersão de propriedade, os minoritários são excluídos do controle, conseqüentemente levando o majoritário a uma justa posição da propriedade e do controle (ou gestão), causando grandes conflitos de interesse, o que pode impactar no valor de mercado das companhias.

Com o intuito de minimizar os problemas de conflitos de interesse, faz-se necessário a adoção de algumas práticas de Governança Corporativa (GC). Shleifer e Vishny (1997) explicam que em países menos desenvolvidos os mecanismos de governança corporativa quase não existem. No caso brasileiro, para Brandão e Bernardes (2005), uma prática comum para diminuir estes conflitos é o acordo entre acionistas, utilizado com maior frequência na privatização de empresas.

A governança corporativa, para Shleifer e Vishny (1997) representa um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento. Em sentido mais amplo, Costa (2008) explica que a GC pode ser entendida como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores. Neste contexto, a governança corporativa tem a função de

prover aos acionistas e credores segurança, com o intuito de que estes não possam ser expropriados pelos agentes da mesma.

As boas práticas de governança resultam da adoção de mecanismos que conduziriam os gestores a proteger os interesses dos acionistas (Almeida, 2008). Esta afirmação é a base na qual norteiam-se os princípios de governança. Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2010) a boa Governança proporciona aos proprietários a gestão estratégica da empresa e a monitoração da direção executiva. Neste contexto, o IBGC define determinantes de práticas de governança, com o intuito de maximizar a qualidade de governança corporativa presente nas empresas.

O IBGC (2010) explica que boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade. Quando aborda-se o quesito valor da sociedade, é salutar a verificação da relação do desempenho das empresas com os índices de boas práticas de governança. Neste sentido, a questão de pesquisa deste artigo resume-se em saber: Existe relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras cotadas no BM&FBOVESPA, considerando os anos de 2010-2012?

O artigo está subdividido em cinco seções além desta introdução. Na segunda seção apresentam-se aspectos sobre governança corporativa. Depois, abordam-se os indicadores econômico-financeiros. Na quarta seção apontam-se os procedimentos metodológicos. Depois mostram-se a descrição e análise dos resultados. Por último, apresentam-se as considerações finais e as sugestões para trabalhos futuros.

Práticas de Governança Corporativa

Boas práticas de governança corporativa representam recomendações explicitadas por órgãos internacionais, e posteriormente adaptadas por órgãos nacionais dentro das realidades de cada país. Rabelo e Silveira (1999) explicam que práticas de governança corporativa são formas de incentivos, salvaguardas e resolução de conflitos que possam promover a continuidade dos relacionamentos comerciais que são eficientes na ausência de oportunismo auto-interessado, relacionamentos estes que, de outro modo, poderiam romper-se sob regras de contratualidade exclusivamente de mercado.

Vieira e Mendes (2004) afirmam que práticas de governança são mecanismos que proporcionam maior transparência aos agentes envolvidos com a empresa na minimização da assimetria de informação entre administradores e proprietários. E ainda, propicia aos acionistas minoritários reduzir suas perdas no caso de uma eventual venda da companhia.

A *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) é uma organização multilateral congrega os 30 países industrializados mais desenvolvidos do mundo e mantém relação com outros 70 países, Organizações Não Governamentais (ONGs) e diversas sociedades civis de caráter internacional. Esta entidade estabeleceu um tratado de grande abrangência dentro do contexto das práticas de governança corporativa. Este tratado serve de base para a definição dos códigos de governança em número crescente de países. Andrade e Rosseti (2009) elencam as práticas sugeridas pela OECD:

- (i) Enquadramento das empresas – as empresas devem buscar o seu eficaz enquadramento e contribuir na geração de condições institucionais para as boas práticas de governança corporativa: conformidade com o primado do direito; adoção de compromissos voluntários de boa governança; criação de mecanismos de proteção dos direitos de outras partes com interesse em jogo nas empresas;
- (ii) Direitos dos acionistas – a governança corporativa deve proteger os direitos dos acionistas: registro seguro, alienação e transferência de participação acionária; obter informações relevantes; voz e voto em assembleias gerais e ordinárias; eleger e destituir conselheiros; participar de decisões relevantes;
- (iii) Tratamento equânime dos acionistas – a estrutura da governança deve assegurar tratamento equânime a todos os acionistas, majoritário/minoritário, nacionais/estrangeiros: dentro de uma mesma categoria, o mesmo direito de voto; proteção dos minoritários contra ações abusivas dos controladores; igualdade em participações nas assembleias; igual acesso a fatos relevantes;
- (iv) Direitos de outros acionistas – a estrutura da governança deve reconhecer direitos legalmente consagrados de outras partes interessadas na criação de riqueza e na sustentação de corporações economicamente sólidas: respeito a direitos consagrados; reparação, no caso de violação dos mesmos; cooperação na geração de riqueza;
- (v) Divulgação e transparência – a governança corporativa deverá assegurar a divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa: resultados econômico-financeiros; estrutura e política da empresa;

objetivos e estratégia; transações com partes relacionadas; fatores de risco e vulnerabilidades; e

- (vi) Responsabilidade do conselho de administração – a governança deverá definir as responsabilidades dos conselhos, envolvendo orientação, fiscalização e prestação de contas das corporações: zelar por padrões éticos; orientar e homologar a estratégia; estabelecer objetivos de desempenho; garantir integridade do sistema contábil e financeiro.

Posteriormente à criação das práticas da OECD, a *International Corporate Governance Network* (ICGN) operacionalizou as práticas antes estabelecidas, a fim de chegar a um modelo prático para definir e aplicar as práticas de governança corporativa. Andrade e Rosseti (2009) ilustram algumas destas sugestões práticas:

- (i) Criar e ilustrar um objetivo para as corporações: otimizar o retorno do acionista; assegurar viabilidade do negócio; buscar benchmarks; divulgar razões que afastem destes objetivos;
- (ii) Evidenciar a prestação de contas e transparência: imediatas, corretas, atualizadas; orientativas de decisões de compra e venda de ações; abrangentes e relevantes;
- (iii) Evidenciar a auditoria: independente; recebimento de parecer anual de auditoria;
- (iv) Criar conselhos de administração: agentes fiduciários e guardiões dos interesses dos acionistas; responsáveis; membros submetidos a eleições; independentes;
- (v) Definir os direitos e responsabilidades dos acionistas: direito de voto a todos os titulares de ações; participação em decisões chave; aprovação, contratação e demissão de diretores; para solução de conflitos, convocação de assembléia geral;
- (vi) Definir as políticas de remuneração: alinhadas aos interesses dos acionistas; divulgação de políticas e práticas adotadas;
- (vii) Adequar-se a cidadania corporativa, relacionamento com acionistas e a ética: compromisso com expansão e meio ambiente; e
- (viii) Implementar o processo de governança: alinhamento a padrões internacionais; esforço para definição de códigos em países onde ainda não existam.

No contexto brasileiro, o IBGC (2010) defende que as boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade e a define como o sistema pelo qual

as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas e Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. A BM&FBOVESPA (2005) defende que as práticas diferenciadas de governança corporativa formam um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores, consideradas importantes para a valorização das ações e outros ativos emitidos pelas companhias.

Indicadores Econômico-Financeiros

As demonstrações financeiras são instrumentos utilizados por acionistas, credores efetivos e potenciais e administradores para conhecer posição e evolução financeira da empresa. Conforme o Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 00 (2011) as demonstrações contábeis são preparadas e apresentadas para usuários externos em geral, tendo em vista suas finalidades distintas e necessidades diversas. Os valores monetários absolutos permitem a comparabilidade: (1) histórica da evolução dos índices e (2) prospectiva por meio de resultados projetados.

Nesse contexto, uma das técnicas utilizadas para acompanhar o desempenho econômico e financeiro é por meio índices extraídos das demonstrações financeiras (Assaf Neto, 2003). No entanto, os índices utilizados para acompanhar o desempenho das companhias não são unânimes (Silveira, 2004; Okimura, Silveira & Rocha, 2004). Barney (1997) sugere indicadores de sobrevivência (como liquidez) e indicadores contábeis para mensurar o desempenho.

Estudos anteriores acerca da relação entre governança corporativa e desempenho econômico-financeiro utilizam diversos índices para medir desempenho. Gotardelo (2006) apresenta um estudo para identificar alguns indicadores utilizados em estudos precedentes, conforme apresentado no quadro 1.

Quadro 1
Indicadores utilizados em estudos precedentes

ROA – <i>return on assets</i>	Kappler e Love (2002), Dalton e Daily (1999), Malieni (2003);
ROE – <i>return on equity</i>	Kappler e Love (2002), Dalton e Daily (1999), Malieni (2003);
EBITDA (<i>earnings before interest, depreciation and amortization</i>) / PL (patrimônio líquido) - lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização dividido pelo Patrimônio Líquido	Silveira (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2004);
EBITDA / Ativo - lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização dividido pelo Ativo Total	Silveira (2004) e Okimura, Silveira e Rocha (2004);
Q de Tobin	Leal (2004).

Fonte: Adaptado de Gotardelo (2006).

Para Assaf Neto (2003) o retorno sobre o ativo constitui um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa. Expressam a relação existente entre o lucro líquido gerado pelo ativo (lucro operacional) e o ativo total, sendo que estes valores deveriam estar expressos em moeda corrente na mesma data. Acerca da decomposição do retorno sobre o ativo explica que esse indicador é reflexo do desempenho de duas medidas: margem operacional e giro do ativo total. O giro total do ativo identifica o grau de eficiência com que os ativos são usados para a realização das vendas da empresa. Em outros termos, revela quantas vezes as vendas cobriram os ativos totais de uma empresa, em determinado período. O cálculo é efetuado por meio da relação entre as vendas líquidas e os ativos totais, conforme equação 1.

$$ROA = (MO) \times (GAT) \quad (1)$$

Em que,

ROA = *Return On Assets*;

MO = Margem Operacional;

GAT = Giro do Ativo Total.

Desmembrando-se a equação 1 obtém-se:

$$\frac{LO}{AT} = \frac{LO}{VL} \times \frac{VL}{AT} \quad (2)$$

Em que,

LO = Resultado Operacional Após Imposto de Renda;

AT = Ativo Total Médio;

VL = Vendas Líquidas.

Matarazzo (2002) afirma que retorno sobre o ativo uma medida do desempenho comparativo da empresa ano a ano e que ela mensura a capacidade da empresa em gerar lucro líquido e assim poder capitalizar-se. Assaf Neto (2003) complementa que, como critério de decisão, o retorno sobre o ativo pode ser interpretado como o custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundos. Se uma empresa obtiver empréstimos a uma taxa de juros superior ao retorno gerado por seus ativos, o resultado produzido pela aplicação destes fundos será evidentemente inferior à remuneração devida ao credor, onerando-se, dessa forma, a rentabilidade dos proprietários.

Quanto ao Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Assaf Neto (2003) explica que a rentabilidade sobre o capital próprio investido numa empresa é determinada pela relação verificada entre o lucro líquido após o imposto de renda e o patrimônio líquido. Discorre ainda que o comportamento desse indicador é função da rentabilidade das vendas (margem líquida) e do giro do patrimônio. O giro do patrimônio indica o número de vezes que o patrimônio líquido foi utilizado em função das vendas, ou seja, quantas vezes ele girou. A equação 3 apresenta a função genérica do ROE.

$$ROE = (ML) \times (GPL) \quad (3)$$

Em que,

ROE = *Return On Equity*;

ML = Margem Líquida;

GPL = Giro do Patrimônio Líquido.

Desmembrando-se a equação 3 obtém-se:

$$\frac{LL}{PL} = \frac{LL}{VL} \times \frac{VL}{PL} \quad (4)$$

Em que,

LL = Lucro Líquido;

PL = Patrimônio Líquido;

VL = Vendas Líquidas.

Matarazzo (2002) explica que o ROE mostra a taxa de rendimento do capital próprio, a qual pode ser comparada com a de outros rendimentos alternativos no mercado, como poupança, Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), ações, aluguéis, fundos de investimentos etc. Com isso pode-se avaliar se a empresa oferece rentabilidade superior ou inferior a essas opções alternativas.

Utilizando os indicadores ROA e ROE, Gotardelo (2006) encontrou uma relação positiva entre rentabilidade e atributos de governança. O autor também relacionou a governança com volatilidade das ações e valor de mercado, variável a qual se apresentou mais consistente e significativa dentro do escopo do estudo. Ribeiro (2009) concluiu que empresas com governança corporativa mais acentuada possuem melhor rentabilidade sobre seu patrimônio líquido. Em sentido oposto, Silveira (2004) não encontrou uma relação positiva entre desempenho e atributos da governança corporativa utilizando-se o ROA.

O EBITDA representa o resultado da empresa, antes do imposto de renda e adicional, contribuição social sobre o lucro líquido, juros, depreciação e amortização. Menezes (2009) explica que para obtê-lo é necessário calcular o resultado operacional e somar a este a depreciação, amortização e juros, uma vez que estas contas não representam saídas efetivas de caixa. Para padronizar o EBITDA das empresas, pode-se dividi-lo pelo Patrimônio Líquido ou Ativo Total a fim de realizar comparações entre as empresas ao longo da série histórica.

Silveira (2004) menciona que a relação EBITDA e nível de governança corporativa apontaram relação positiva, sugerindo que as empresas com maior EBITDA adotam melhores práticas de governança.

Famá e Barros (2000) definem q de Tobin como uma relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição dos ativos fixos desta. Ferreira (2010) explica que o q de Tobin indica que, na falta de poder de mercado, um q diferente de 1 representa o valor do ativo não incluído no denominador, assim como o valor de organização interna ou o valor dos custos da agência.

Nogueira, Lamounier e Colauto (2010) explicam que em sua formulação básica, o modelo mostra o valor de mercado das ações ou capital próprio da empresa, acrescido do valor de mercado de suas dívidas ou capital de terceiros empregado.

A fórmula para se calcular o q de Tobin, apresentada por Lindenberg e Ross (1981), relacionava: (i) valor de liquidação das ações preferenciais da empresa; (ii) preço da ação comum da empresa multiplicada pelo número de ações em poder do público no final do ano (31 de dezembro); (iii) valor do débito a longo prazo da empresa, ajustado a sua estrutura etária; (iv) valor contábil das obrigações financeiras atuais da empresa; (v) valor dos ativos líquidos a curto prazo da empresa; (vi) valor contábil do total de ativos da empresa; (vii) valor contábil do valor líquido das ações da empresa; e, (viii) valor líquido das ações da empresa, ajustado pela inflação.

Oxelheim e Randoy (2001) apresentaram um modelo simplificado, baseando-se em Chung e Pruitt (1994), definindo o q como a relação entre valor de mercado da firma e o valor contábil de seu total de ativos, portanto somavam o valor de mercado das ações com o valor contábil do total de débitos, e dividiam pelo valor contábil do total de ativos. A equação 5 ilustra esta aproximação:

$$q = \frac{VMao + VCap + VCDlp + VCest + VCDcp - VCRcp}{AT} \quad (5)$$

Em que,

q = o valor aproximado do q de Tobin;

VMao = valor de mercado das ações ordinárias;

VCap = valor contábil das ações preferenciais;

VCDlp = valor contábil da dívida de longo prazo;

VCest = valor contábil dos estoques;

VCDcp = valor contábil da dívida de curto prazo;

VCRcp = valor contábil dos recursos atuais, ou seja, ativo circulante;

AT = valor contábil do ativo total.

Neste contexto, após ilustrados os quesitos teóricos da pesquisa no que diz respeito a governança corporativa e o desempenho, o próximo item a ser tratado são os aspectos metodológicos do estudo, que serão abordados na próxima seção.

Metodologia da Pesquisa

O estudo envolve dados primários e secundários. Os dados primários referem-se às informações necessárias para construção do índice de governança corporativa. Os dados de 2010 foram recolhidos junto ao DIVEXT – sistema de divulgação de informações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Em 2011, a fonte dos

dados foi diretamente o site da CVM, baixando-se os formulários de referências disponíveis das empresas. Em 2012, retiraram-se os dados do software Empresas Net – também um sistema de divulgação de informações da CVM.

As variáveis para levantar o índice de governança corporativa nesta pesquisa baseiam-se no trabalho de Leal (2004). Nesse sentido, o nível das boas práticas de governança corporativa será avaliado a partir blocos de questões dicotômicas, possibilitando que as mesmas sejam respondidas com sim ou não. Cooper e Schindler (2008) explicam que variáveis dicotômicas são aquelas que possuem apenas dois valores, refletindo a ausência ou presença de uma propriedade. O questionário proposto por Leal (2004) é evidenciado no quadro 2.

Quadro 2
Questionário proposto por Leal (2004)

Transparência	
1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade?
3	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
4	A companhia apresenta no seu <i>website</i> ou nas informações anuais (IAN) informações sobre remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
Composição e funcionamento do conselho	
5	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
6	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
7	O conselho possui entre 5 e 9 membros, conforme recomenda o IBGC?
8	Os membros do conselho possuem mandato de um ano, conforme recomenda o IBGC?
9	Há na companhia conselho fiscal permanente?
Controle e conduta	
10	O grupo controlador, considerando o acordo de acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
11	A porcentagem de ações sem direito a voto é menor que 20% do total do capital?
12	O índice de acionistas controladores de direitos de fluxos de caixa para direitos de voto é maior ou igual a 1?
13	O <i>free-float</i> da companhia é maior ou igual ao que é requerido pela bolsa de valores de São Paulo para o “Novo Mercado” (25%)?
Direitos de acionistas	
14	O contrato social da companhia estabelece câmara de arbitragem para resolver conflitos corporativos?
15	O contrato social da companhia concede direitos adicionais de voto além do que é legalmente requerido?
16	O companhia concede direitos de concede <i>tag along</i> além do que é legalmente requerido?

Fonte: Adaptado de Leal (2004).

De posse das 16 respostas aos questionamentos descritos, será calculado o Índice de Governança Corporativa (IGC) em número absoluto entre 0 a 16. Essa forma de recolher os dados vem sendo amplamente utilizada no meio acadêmico, como pode-se verificar nos estudos de Kapler e Love (2002), Leal e Carvalhal-da-Silva (2004), Silveira (2004), Silveira *et al.* (2004), Black, Jang e Kim (2005) e Nobili (2006). A recolha de dados secundários (desempenho) que para Cooper e Schindler (2008) tem pelo menos um nível de interpretação inserido entre o fato e seu registro, será realizada no *software* Economática, no qual é possível verificar dados relativos ao desempenho econômico-financeiro das empresas. Importante salientar que, quando aplicável, as informações são obtidas através dos balanços consolidados das empresas. As variáveis de desempenho a serem utilizadas são evidenciadas no quadro 3.

Quadro 3
Definição constitutiva e operacional das variáveis de desempenho

Variáveis	Definição constitutiva	Definição operacional
Rentabilidade do Ativo	Mensura a rentabilidade sobre os ativos totais da empresa;	Lucro líquido / Ativo total
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	Mensura a rentabilidade sobre o patrimônio líquido da empresa;	Lucro líquido / Patrimônio líquido
EBITDA/PL	Evidencia o lucro da empresa, antes do desconto do imposto de renda, adicional do imposto de renda, contribuição social sobre o lucro líquido, juros, depreciação e amortização dividido pelo patrimônio líquido da empresa, com o intuito de padronizar os resultados, independentemente do tamanho da empresa;	Lucro antes dos impostos / Patrimônio líquido
EBITDA/Ativo	Evidencia o lucro da empresa, antes do desconto do imposto de renda, adicional do imposto de renda, contribuição social sobre o lucro líquido, juros, depreciação e amortização dividido pelo ativo da empresa, com o intuito de padronizar os resultados, independentemente do tamanho da empresa;	Lucro antes dos impostos / Ativo total
<i>q</i> de Tobin	Mensura a relação entre valor de mercado da firma e o valor contábil de seu total de ativos, somando o valor de mercado das ações com o valor contábil do total débitos, e dividiam pelo valor contábil do total de ativos.	(Valor mercado ações + Valor contábil total de dívidas)/Valor contábil ativos

Fonte: Elaborado pelo autor.

Abordagem Estatística

Para a análise estatística dos dados, a técnica utilizada são os dados em painel. Gujarati (2006) explica que nos dados em painel a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo, ou seja, os dados em painel possuem uma dimensão espacial e outra temporal. A justificativa para se usar dados em painel ao invés de regressões simples é explicada por Gujarati (2006), o qual discorre que ao combinar séries temporais com dados de corte transversal proporciona-se mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência. Afirmar, também, que os dados em painel permitem estudar modelos mais complexos e detectar e medir efeitos melhor do que quando a observação é feita por meio de corte transversal puro ou série temporal pura. Nesta técnica, existem três abordagens comumente utilizadas, as quais: (i) *Polled OLS (Ordinary Least Squares)*; (ii) Efeitos fixos; e, (iii) Efeitos aleatórios. Ambas serão testadas neste artigo.

A abordagem conhecida com *Polled OLS* é também designada como método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) Empilhados. Esta, conforme explica Moreira (2009), é maneira mais simples (por isso é conhecida como modelo restrito), onde empilham-se todas as observações de cada empresa, com intercepto e coeficientes angulares da regressão servindo para todas as *cross-sections*, durante todo o período de tempo, como pode ser observado na equação 6:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T \quad (6)$$

Em que,

i = subscrito;

t = tempo;

Y = estimador;

α = termo do intercepto;

X = valor médio comum para o intercepto;

ε = termo de erro.

Este modelo, para Moreira (2009), possui a vantagem de permitir uma maior amostra para sua estimação, proporcionando estimadores mais precisos e testes mais robustos que os outros modelos de painel. Uma desvantagem, segundo o autor, é que o modelo ignora a possibilidade de os fatores individuais não-observados serem

correlacionados com os regressores, baseando em hipóteses muito restritas de que o intercepto e o coeficiente angular são comuns. Baltagi (1996) explica que este método pode ser adequado em amostras com indivíduos a priori selecionados que apresentam algumas semelhanças nas suas características estruturais.

Sobre o modelo de efeitos fixos, Marques (2007) discorre que têm-se em mente modelos cujos coeficientes podem variar de indivíduo para indivíduo ou no tempo, ainda que permaneçam como constantes fixas, logo, não aleatórias. Se a heterogeneidade seccional e/ou temporal se evidencia apenas no termo independente, diz-se estar perante um modelo de covariância. Neste modelo, considera-se que as diferenças entre os indivíduos (países, regiões, empresas) captam-se na parte constante, que é diferente de indivíduo para indivíduo, lidando, portanto, com os pressupostos de que os interceptos variam entre os indivíduos e apresentam-se constantes ao longo do tempo (Ribeiro, 2009).

Moreira (2009) explica que no modelo dos efeitos fixos, os interceptos variam para cada variável e são constantes ao longo do tempo. Por outro lado os coeficientes angulares da regressão não variam entre as variáveis nem ao longo do tempo.

Quando se trata com efeitos fixos, Gujarati (2006) elenca alguns detalhes que se deve atender: (1) se existirem muitas variáveis no modelo, há a possibilidade de presença da multicolinearidade, a qual pode dificultar uma estimação exata de um ou mais parâmetros; (2) caso sejam introduzidas variáveis que não variam com o tempo, por exemplo sexo ou cor, a abordagem do modelo de variáveis binárias de mínimos quadrados pode não conseguir identificar o impacto dessas variáveis que não mudam ao longo do tempo; e, (3) cuidar com o erro: a premissa clássica de que $\varepsilon_{NT} \sim N(0, \sigma^2)$ pode sofrer alterações, entre elas: (i) pode-se pressupor que a variância do erro é a mesma para todas as unidades de corte transversal ou que a variância do erro é heterocedástica; (ii) não há, ao longo do tempo, autocorrelação para cada indivíduo; (iii) durante algum tempo o termo de erro de x está correlacionado com y ou pode-se presumir que não há essa correlação; e, (iv) pode-se pensar em outras permutações e combinações do termo de erro.

A abordagem de efeitos aleatórios, conforme Moreira (2009) explica, parte da hipótese de que os efeitos individuais fixos no tempo não são correlacionados com os estimadores ao longo do tempo. Neste sentido, os métodos para a eliminação desses efeitos tornam-se ineficientes. Esta abordagem trata os interceptos como

variáveis aleatórias. Ou seja, considera-se que as empresas são amostras aleatórias de uma população maior de empresas e o valor médio comum para o intercepto e que as diferenças individuais no intercepto de cada período de cada empresa se refletem no termo de erro (Moreira, 2009).

Quando se admite homocedasticidade, assume-se que os erros de uma *cross-section*, em diferentes períodos de tempo, estão correlacionados. Esse fato faz com que o estimador de mínimos quadrados ordinários seja ineficiente invalidando as estatísticas de teste. O método a ser utilizado é o dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), que leva em consideração a correlação temporal entre erro do mesmo indivíduo, para se obter o estimador apresentado na equação 7.

$$\beta_{MQG} = \left(Y_{it} - \left(1 - \frac{\delta_{\omega}^2}{\delta_{\omega}^2 + T\delta_{\varepsilon}^2} \right)^{1/2} Y_i \right) \quad (7)$$

Em que,

β_{MQG} = variável dependente;

Y_{it} = estimador

δ_{ω}^2 = termo de erro individual ao quadrado;

δ_{ε}^2 = termo de erro global ao quadrado;

T = tempo;

Y_i = matriz do estimador;

O estimador não elimina os efeitos individuais fixos no tempo, permitindo sua estimação como variáveis explicativas. Esse estimador, sob suas hipóteses básicas, é consistente e assintoticamente distribuído conforme N cresce (Moreira, 2009).

Silva e Cruz Jr. (2004) sugerem que, quando trata-se da possibilidade de abordagem os painéis com efeitos aleatórios, deve-se realizar três testes: (i) Comparação entre *Polled* e Efeitos Fixos; (ii) Comparação entre *Polled* e Efeitos Aleatórios; e, (ii) Comparação entre Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. O teste para comparação entre o modelo *Polled* (modelo restrito) e Efeitos Fixos (EF) é o Teste de Chow, e este possui as seguintes características:

- (i) Hipótese nula: interceptos comuns (Modelo Restrito – *Polled*)
- (ii) Hipótese alternativa: interceptos diferentes para cada seção cruzada (EF).

De maneira geral, Magalhães e Andrade (2009) explicam que a aplicação do teste de Chow permite testar se parte ou a totalidade dos parâmetros do modelo de regressão diferem ou não entre dois conjuntos de observações, mediante a não rejeição ou a rejeição da hipótese nula. O segundo teste faz a comparação entre Polled (modelo restrito) e Efeitos Aleatórios (EA). O teste usado é o de *LM-Breusch-Pagan* (LM), e ele possui como características:

- (i) Hipótese nula: interceptos comuns (Modelo Restrito – *Polled*).
- (ii) Hipótese alternativa: interceptos diferentes para cada seção cruzada (EA).

Caso os testes apontem que o modelo restrito não deve ser utilizado, será realizado o teste de Hausman para averiguar qual abordagem deve ser utilizada entre efeito fixo e efeito aleatório. Neste teste considera-se que:

- (i) Hipótese nula: resíduos não correlacionados com a variável explicativa (EF).
- (ii) Hipótese alternativa: resíduos correlacionados com a variável explicativa (EA).

Conforme Moreira (2009) explica, pressupõe-se que as variáveis explicativas estão correlacionadas, o modelo de componentes dos erros pode ser adequado, mas se espera que estejam correlacionados, então o modelo de efeitos fixos pode ser o indicado.

População e Amostra

A população da pesquisa consiste em todas as empresas brasileira cotadas em bolsa durante os anos de 2010 à 2012. Com o intuito de possuir uma amostra que evite viés de resultados, as empresas que, durante o mesmo ano, suspenderam por motivos adversos a negociação de suas ações serão excluídas da população. Assim, justifica-se o horizonte temporal, uma vez que, se fossem adotados mais anos para a análise, o número de empresas ficaria reduzido (devido a entradas e saídas de empresas da bolsa de valores, em virtudes de períodos de crise). O cálculo da amostra baseia-se no estudo de Bruni (2008), que apresenta:

$$n = \frac{Z^2 \left(\frac{x}{n} \right) \left[1 - \left(\frac{x}{n} \right) \right] N}{(N-1)e^2 + Z^2 \left(\frac{x}{n} \right) \left[1 - \left(\frac{x}{n} \right) \right]} \quad (8)$$

Em que,

Z = Abscissa da distribuição normal padrão;

x/n = Proporção populacional, que sob condições de incerteza pode-se admitir = 0,5;

N = Tamanho da população;

n = Tamanho da amostra aleatórias simples.

Substituindo os termos da equação 6, obtém-se 111 empresas para compor a amostra aleatória representativa da população. Sabendo que a população total contempla 379 empresas, a amostra representa 29,29% do total da população. As empresas foram selecionadas aleatoriamente, considerando a população da pesquisa. Como o período de análise contempla 3 anos, o número total de observações é de 333. Assim, o quadro 4 ilustra as empresas selecionadas para a amostra da pesquisa.

Quadro 4
Empresas da Amostra

Empresas					
AES Sul	Celpe	Duralex	Guararapes	Oderich	Sondotecnica
AES Tiete	Celul Irani	Elekeiroz	Hoteis Othon	Odontoprev	Souza Cruz
Aliperti	Cemat	Elektro	Iguacu Cafe	P.Acucar-Cbd	Suzano Papel
Alpargatas	Cesp	Eletropaulo	Ind Cataguas	Panatlantica	Tectoy
Ambev	Cia Hering	Emae	Inds Romi	Petrobras	Teka
Ampla Energ	Coelba	Embraer	Itautec	Profarma	Tekno
Bandeirante	Coelce	Enersul	Josapar	Randon Part	Telemar N L
Baumer	Comgas	Escelsa	Karsten	Rasip Agro	Telesp
Bic Monark	Company	Eternit	Kepler Weber	Recrusul	Tractebel
Bombril	Confab	Eucatex	Klabin S/A	Rio Gde Ener	Uol
Brasil Telec	Cosern	Even	Lojas Hering	Riosulense	Usiminas
Braskem	CPFL	Excelsior	Lojas Renner	Sabesp	Valefert
Buettner	Cremer	Fab Renaux	Lupatech	Sanepar	Vicunha Text
Cacique	Csu	Ferbasa	M. Diasbranco	Sansuy	Wetzel S/A
Cambuci	Cyrela	Fibria	Marcopolo	Santanense	Whirlpool
Casan	Dasa	Forjas	Met Duque	Saraiva Livr	Yara Brasil
Cedro	Dimed	Ger Paranap	Metal Leve	Schlosser	
Ceee-Gt	Dohler	Globex	Metisa	Schulz	
Celipa	Drogasil	Grazziotin	Millennium	Sid Nacional	

Descrição e Análise dos Resultados

Na tabela 1 ilustram-se as estatísticas descritivas do Índice de Governança Corporativa. O objetivo desta etapa baseia-se em analisar as medidas de tendência central e de dispersão do Índice de Governança Corporativa (IGC).

Tabela 1
Estatística descritiva do IGC

IGC - Leal	
Média	0.4424
Mediana	0.3750
Moda	0.3750
Desvio padrão	0.2021
Assimetria	0.3841
Mínimo	0.0000
Máximo	0.8750
Soma	147
Contagem	333

Fonte: Elaborado pelo autor

A média do IGC é de 0.4424, com desvio padrão de 0.2021. Ela foi obtida dividindo-se o número de questões com resposta Sim pelo total de questões (no questionário de Leal (2004), 16 questões). Neste sentido, pode-se inferir que, em média, as empresas da amostra possuem 7.08 (ou 44%) respostas Sim e 8.92 (ou 56%) respostas Não. A mediana do IGC possui valor menor que a média, o que indica que algumas empresas da amostra possuem níveis de implantação de governança corporativa, conseqüentemente níveis de transparência muito maiores do que outras empresas. Um exemplo disto é a diferença percebida entre a Metalúrgica Duque S/A, que em 2009 possui um IGC de 0.0625, o que em número absoluto de respostas Sim representa 1; ou seja, das 16 questões, esta empresa possui 15 respostas Não e 1 resposta Sim, o que indica um nível de transparência extremamente baixo. Por outro lado, a Lojas Renner S/A divulgou um IGC de 0.875 em 2010, o que representa 14 das 16 questões com respostas Sim, ou seja, mostrando um nível de transparência elevado. A moda possui o mesmo valor que a mediana, ou seja, a maioria dos valores obtidos é 0.3750.

Os mínimos e máximos abordados na tabela 2 mostram que a empresa com maior nível de transparência possui 14 respostas Sim (ou IGC de 0.8750) e a empresa com menor nível de transparência não possui nenhuma resposta Sim (ou IGC de 0,0000). Apenas uma empresa durante um dos anos da análise apresentou IGC = 0.0000 e duas empresas, durante um ano cada, apresentou IGC = 0.8750. Em relação à assimetria, o IGC aponta um valor positivo de 0.3841, ou seja, os valores concentram-se do lado esquerdo e a distribuição possui enviesamento positivo e assimétrico à direita. Os resultados da média, mediana, desvio padrão e assimetria são um indicativo de que as empresas possuem um nível mediano de transparência.

Esta análise contemplou o índice como um todo, ou seja, analisando os quatro grupos juntos. Neste sentido, a tabela 2 mostra o resumo estatístico do IGC, segmentando em Transparência, Conselho, Conduta e Acionistas.

Tabela 2
Estatística descritiva dos grupos do IGC

Grupos	Transparência	Conselho	Conduta	Acionistas
Média	0.5676	0.4559	0.4189	0.2843
Mediana	0.5000	0.4000	0.2500	0.0000
Moda	0.7500	0.4000	0.2500	0.0000
Desvio padrão	0.2194	0.2326	0.3375	0.3999
Assimetria	-0.3940	-0.1203	0.3326	1.0022
Mínimo	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Máximo	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Soma	189	152	140	95
Contagem	333	333	333	333

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que o grupo Transparência é aquele que demonstra maior número, em média, de respostas Sim. A moda deste grupo aponta um valor de 0.75, ou seja, de quatro questões que compõe o grupo, a maioria das empresas obteve três respostas Sim. Neste sentido, pode-se perceber que grande parte das empresas da amostra prepara seus relatórios financeiros respeitando as datas estabelecidas por Lei, assim como utilizam métodos internacionais de Contabilidade, como exige a Lei 11.638.07, utilizando uma das quatro principais empresas de auditoria do mundo, as quais: (i) KPMG; (ii) Ernest & Young; (iii) Price Waterhouse Coopers; e, (iv) Deloitte. Neste grupo, a maioria das empresas não ilustra em seu *website* informações sobre remunerações dos seus diretores e do conselho.

Os grupos que tratam do Conselho e da Conduta das empresas são grupos que pertencem ao nível de governança. Respectivamente, obteve-se valores de 0.45 e 0.41 em média, representando que 45% e 41% das respostas deste grupo foram Sim. Em relação ao grupo Conselho, a maioria das empresas não informa se este é composto por conselheiros externos e não informa se o tempo de mandato é de 1 ano, conforme recomendação do IBGC. No grupo Controle, o grupo controlador da maioria das empresas possui mais de 50% das ações com direito a voto, e a porcentagem das ações sem direito a voto é maior que 20%, fatos que baixam o nível de governança corporativa das empresas.

No grupo, que trata do direito dos acionistas, a maioria das empresas não respondeu nenhum Sim. Isso significa que, em grande parte das empresas da amostra, o contrato social não estabelece câmaras de arbitragem, não concede direitos de voto além dos previstos em Lei e a companhia não concede direitos de *tag along* além dos previstos na legislação.

Bruni (2008) explica que a análise de correlação determina um número que expressa uma medida numérica do grau da relação encontrada entre diversas variáveis. Na tabela 3 ilustram-se as correlações entre o IGC e as variáveis de desempenho.

Tabela 3
Correlações entre as variáveis da pesquisa e o IGC

		IGC	EBITDA/ AT	EBITDA/ PL	ROA	ROE	Q de Tobin
IGC	Correlação de Pearson	1	0.044	0.008	0.094	0.008	0.277
	p-value		0.419	0.889	0.086	0.891	<0.001
EBITDA/AT	Correlação de Pearson	0.044	1	0.321	0.817	0.418	0.074
	p-value	0.419		<0.001	<0.001	<0.001	0.177
EBITDA/PL	Correlação de Pearson	0.008	0.321	1	0.307	0.428	0.031
	p-value	0.889	<0.001		<0.001	<0.001	0.570
ROA	Correlação de Pearson	0.094	0.817	0.307	1	0.386	0.062
	p-value	0.086	<0.001	<0.001		<0.001	0.263
ROE	Correlação de Pearson	0.008	0.418	0.428	0.386	1	0.005
	p-value	0.891	<0.001	<0.001	<0.001		0.931
Q de Tobin	Correlação de Pearson	0.277	0.074	0.031	0.062	0.005	1
	p-value	<0.001	0.177	0.570	0.263	0.931	

Fonte: Elaborado pelo autor.

O Coeficiente de Correlação de Pearson, conforme Schultz e Schultz (1992) é o método usualmente conhecido para medir a correlação entre duas variáveis, também conhecido como Coeficiente de Correlação do Momento Produto. Em relação ao IGC, a correlação mais significativa é com o *q* de Tobin. Esta correlação possui um Coeficiente de 0,277 a um nível de significância de 1%, o que é significativo, mas é uma correlação fraca. Este apontamento corrobora com o trabalho de Leal (2004), no qual é encontrada uma correlação positiva ao nível de 10% de significância entre *q* de Tobin e IGC. No tocante aos outros quatro indicadores de desempenho, não se obteve uma relação bivariada significativa. Isto sugere que a variável

que mais explica o IGC é o q de Tobin, assim como no trabalho de Leal (2004) onde o q de Tobin apresentou um R^2 de 0.4361 a um nível de significância de 1%.

Conforme se pode observar na tabela 3, todos os indicadores de desempenho estão fortemente correlacionados entre si, com níveis de significância de 1%. Em sentido oposto, o q de Tobin não possuiu correlação bivariada direta com nenhum dos indicadores de desempenho, pois todos os valores de significância são superiores a 0.1. Isso pode ser explicado pela essência da aproximação do valor de q que relaciona, além de valores obtidos nos balanços, valores de mercado de ações.

A tabela 4 evidencia o R^2 Ajustado e os respectivos p -value relativos às regressões e as abordagens dos dados em painel, utilizando sempre o IGC como variável independente e as variáveis de desempenho como dependentes, sempre em regressões separadas, portanto, tem-se regressões simples.

Tabela 4
R-Quadrado e significância das regressões

Variável dependente	Polled OLS		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios
	R-Quadrado Ajustado	p-value	R-Quadrado Ajustado	p-value	p-value
EBITDA/Ativo	-0.001	0.4187	-0.1133	0.9837	0.4187
EBITDA/PL	-0.002	0.8889	0.011	0.4087	0.8727
ROA	0.005	0.0863	-0.019	0.6305	0.0862
ROE	-0.002	0.8907	-0.009	0.5579	0.9486
Q de Tobin	0.073	0.0000002	0.101	0.0352	0.0000003

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode-se perceber, a partir da tabela 4, que as variáveis q de Tobin e ROA são as únicas variáveis que possuem p -value inferiores a 0.1 em pelo menos uma abordagem. Neste sentido, pode-se afirmar que no contexto desta amostra, EBITDA/Ativo, EBITDA/PL e ROE não estão influenciados pelo IGC. O próximo passo é analisar cada abordagem separadamente, e testar qual delas é melhor para explicar as duas variáveis que apresentaram significância (q de Tobin e ROA).

Leal (2004) explica que pesquisas recentes sugerem que a governança corporativa está associada a maior desempenho e valor da firma. Considerando o ROA como desempenho e o valor da firma como o q de Tobin, este estudo corrobora a afirmação citada. Assim, a tabela 5 evidencia os dados da regressão por meio dos dados em painel, considerando a variável ROA como dependente.

Tabela 5
Resultado das regressões utilizando o ROA como variável dependente

Abordagem	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-value
<i>Polled OLS</i>	const	0.0259910	0.0182683	1.423	0.1558
	IGC	0.0646309	0.0375724	1.720	0.0863
Efeitos fixos	const	0.0332158	0.0223677	1.485	0.1390
	IGC	0.0482994	0.0474920	1.017	0.3103
Efeitos aleatórios	const	0.0259910	0.0182683	1.423	0.1558
	IGC	0.0646309	0.0375724	1.720	0.0863

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na tabela 5 evidenciam-se os coeficientes da regressão (α_n), o erro padrão, a razão-t e o teste *p-value*. Para evidenciar qual a melhor abordagem dentre as três apresentadas, deve-se aplicar os testes de Chow, LM Breusch-Pagan e Hausman. Para este estudo, o teste de Chow resultou num valor da estatística F de 0.9258, com *p-value* de 0.6719. Assim, não se rejeita a hipótese nula que afirma que os interceptos são comuns para ambas as variáveis. O segundo teste para testar as abordagens é o LM Breusch-Pagan. Neste teste, obteve-se um valor da estatística assintótica Qui-quadrado de 0.2491, com *p-value* de 0.6176. Como a significância é superior a 10%, não se rejeita a hipótese nula de que os interceptos são comuns para todas as variáveis, assim como no primeiro teste.

O último teste para determinação da melhor abordagem é o teste de Hausman. Obteve-se um valor da estatística de teste assintótica Qui-quadrado de 0.3407 com *p-value* de 0.5593, portanto também não se rejeita a hipótese nula de que as estimativas GLS são consistentes e os resíduos não são correlacionados. Neste sentido, seguindo a lógica dos testes apresentada, a melhor abordagem é a *Polled OLS*, ou seja, o ROA pode ser explicado através do IGC a um nível de significância de 10%, usando para tal a abordagem *Polled OLS* dos dados em painel. A tabela 6 ilustra os dados das regressões, usando como variável dependente o q de Tobin.

Tabela 6
Resultado das regressões utilizando o q de Tobin como variável dependente

Abordagem	Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	p-value
<i>Polled</i> OLS	const	-0.054750	0.0805564	-0.6797	0.4972
	IGC	0.869321	0.165681	5.247	2.77e ⁻⁰⁷
Efeitos fixos	const	0.052022	0.0959610	0.5421	0.5883
	IGC	0.627961	0.203749	3.082	0.0023
Efeitos aleatórios	const	-0.0504309	0.0808742	-0.6236	0.5333
	IGC	0.859557	0.165734	5.186	3.74e ⁻⁰⁷

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na tabela 6 evidenciam-se os coeficientes da regressão (α_n), o erro padrão, a razão-t e o teste *p-value*, considerando o q de Tobin como dependente. Para evidenciar qual a melhor abordagem dentre as três apresentadas, deve-se aplicar os testes de Chow, LM Breusch-Pagan e Hausman. Para este estudo, o teste de Chow resultou num valor da estatística F de 1.0916, com *p-value* de 0.2906. Assim, não se rejeita a hipótese nula que afirma que os interceptos são comuns para ambas as variáveis. O segundo teste para testar as abordagens é o LM Breusch-Pagan. Neste teste, obteve-se um valor da estatística assintótica Qui-quadrado de 0.1598, com *p-value* de 0.6892. Como a significância é superior a 10%, não se rejeita a hipótese nula de que os interceptos são comuns para todas as variáveis, assim como no primeiro teste.

O último teste para determinação da melhor abordagem é o teste de Hausman. Obteve-se um valor da estatística de teste assintótica Qui-quadrado de 3.7921 com *p-value* de 0.0514, portanto também não se rejeita a hipótese nula de que as estimativas GLS são consistentes e os resíduos não são correlacionados. Neste sentido, a melhor abordagem é a *Polled* OLS, ou seja, o q de Tobin pode ser explicado através do IGC a um nível de significância de 1%, usando para tal a abordagem *Polled* OLS dos dados em painel.

Conclusões

O estudo objetivou analisar a relação Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas listadas no BM&FBOVESPA nos anos de 2010

a 2012. O primeiro objetivo específico era identificar índices para serem utilizados como *proxys* de evidenciação de práticas da governança corporativa em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Além disto, procurou-se identificar o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Para tal, foram selecionados os indicadores q de Tobin, EBITDA/Ativo, EBITDA/PL, ROA e ROE e analisar a associação entre os itens constitutivos das práticas da governança corporativa com o desempenho econômico-financeiro em empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2012, utilizando o instrumento de Leal (2004).

O resultado obtido evidenciou uma relação direta percebida entre valor de mercado das empresas e nível de divulgação. Este resultado ilustrou que quanto maior a evidenciação de informações, maior o valor de mercado das empresas. Além da relação significativa entre valor de mercado e governança corporativa, observou-se relação entre IGC e duas variáveis: q de Tobin e ROA.

Sabendo que a questão de pesquisa do trabalho consistia em saber qual a relação da governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro em empresas listadas no BM&FBOVESPA, a partir dos resultados verificou-se que a governança corporativa possui relação estatisticamente significativa com o desempenho econômico-financeiro, tanto quando abordam-se indicadores de desempenho (EBITDA/Ativo, EBITDA/PL, ROA e ROE), como quando trata-se de indicadores de mercado (q de Tobin). Esta relação corrobora a importância da governança corporativa no ambiente empresarial, mostrando que entidades com maior transparência maximizam seu valor de mercado e melhoram seu desempenho.

Este artigo não teve a intenção de esgotar o assunto trabalhado. Neste sentido, reforça-se a necessidade de estudos futuros, dos quais recomenda-se: Replicar a metodologia em uma amostra com um maior número de anos; Dividir a amostra em setores e realizar análises por setor; Introduzir variáveis de controle para controlar fatores como, por exemplo, tamanho da empresa; Dividir a amostra por níveis de governança atribuídos pela CMV: N1, N2 e Novo Mercado; e, elaborar um novo instrumento de recolha de dados, uma vez que o mercado é dinâmico e está sujeito a alterações.

Referências

- Almeida, M. A. (2008). *Evolução das práticas de governança corporativa e desempenho das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa*. Dissertação (mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Federal de Pernambuco, Recife.
- Andrade, A. e J. P. Rossetti (2009). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*, 4 ed. São Paulo: Atlas.
- Baltagi, B. H. (1996). *Econometric analysis of panel data*. New York: John Wiley.
- Black, B., H. Jang e W. Kim (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization* 22 (2): 366-413. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=311275>.
- Brandão, M. M. e P. Bernandes (2005). *Governança corporativa e o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas das corporações brasileiras*. Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 29, Brasília. *Anais*. ANPAD.
- Bruni, A. L. (2008). *Estatística Aplicada à Gestão Empresarial*. 2 ed. São Paulo: Atlas.
- Cooper, D. R. e P. S. Schindler (2003). *Métodos de Pesquisa em Administração*. 7. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Costa, G. S. (2008). *A Influência da governança corporativa no desempenho econômico em empresas de capital aberto no Brasil*. Dissertação (mestrado), Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas da Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Famá, R. e L. A. B. C. Barros, (2000). Q de Tobin e seu uso em finanças: Aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração* 7 (4): 12-29.

- Gotardelo, D. R. (2006). *Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional: Uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado*. Dissertação (mestrado), Programa de Pós-Graduação em Administração da Faculdade de Administração da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte.
- Gujarati, D. (2006). *Econometria Básica*. Trad. Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Janeiro, 2004. Disponível em <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em Setembro/2012.
- Kapler, L. e I. Love (2002). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. World Bank Policy Research, *Working Paper n. 2818*.
- Leal, R. P. (2004). Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração de Empresas da USP* 39 (4): 327-337.
- e A. L. Carvalhal-da-Silva (2004). *Corporate governance and value, in Brazil (and in Chile)*, Inter-American Development Bank, Latin American Research Network, Research Network Working Paper #R-514, 2004. Disponível em http://www.iadb.org/res/pub_desc.cfm?pub_id=R-514. Acesso em Setembro/2012.
- Magalhães, S. R. e E. A. Andrade (2009). Testes à igualdade dos parâmetros de um modelo de regressão: Uma aplicação especial das variáveis binárias (DUMMY). *Revista E-xacta* 2 (3): 90-103.
- Marques, M. C. (2007). Aplicação dos princípios da governança corporativa ao sector público. *Revista Administração Contemporânea* 11 (2): 37-49.
- Okimura, R. T., A. M. Silveira e K. C. Rocha, (2004). *Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil*. XXVIII Enanpad: Encontro Nacional da Anpad, Anais, Curitiba.

- Oxelheim, L e T. Randoy. The impact of foreign board membership. *Working paper* 567, 2001.
- Rabelo, F. e J. M. Silveira (1999). Estrutura de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras. *Revista do Instituto de Economia* 77: 17-28.
- Ribeiro, M. C. V. (2009). *Governança corporativa: Um estudo do impacto de seus mecanismos internos sobre o desempenho financeiro e o valor de mercado de bancos brasileiros*. Dissertação (mestrado), Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.
- Santos, R. L. e A. M. Silveira (2007). Board Interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. *Revista Brasileira de Finanças* 5 (2): 90-99.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737-783.
- Silva, O. M. e J. Cruz Junior (2004). Dados em painel: uma análise do modelo estatístico. In M. L. Santos e W. C. Vieira (Org.). *Métodos quantitativos em economia*. Viçosa: Imprensa Universitária.
- Silveira, A. M. (2004). *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese (doutorado) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- , A. P. Lanzana, L. A. Barros e R. Famá (2004). Efeito dos Acionistas Controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo* 39 (4): 362-372.
- Vieira, S. P. e A. G. S. T. Mendes (2004). Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista do BNDES* 11 (22): 103-122. 