

## **Governança corporativa e desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil**

### **(Corporate governance and performance: an investigation in Brazilian shareholding companies)**

Humberto Elias Garcia Lopes  
Patrícia Bernardes  
Lucas de Carvalho Lara

#### **Resumo**

Em termos gerais, a governança é vista como um sistema que ajuda a mitigar os custos de agência, derivados do conflito entre proprietários e acionistas e os representantes da alta administração das empresas, denominados agentes. Teoricamente, eventuais reduções no custo de agência proporcionadas pela governança se traduziriam em melhor desempenho. Este trabalho tem por objetivo investigar esse aspecto, analisando se a governança afetou o desempenho de um conjunto de 20 empresas de capital aberto incluídas na listagem da Bovespa. Por meio do teste estatístico não-paramétrico de Mann-Whitney foi possível observar que a relação entre governança e desempenho é controversa, no caso da amostra estudada. Isso porque muitos indicadores não apresentaram variações estatisticamente significativas antes e depois da inclusão da empresa na listagem da Bovespa. Entre as possíveis causas está o fato de que as empresas estudadas podem ter absorvido anteriormente o maior impacto da implantação de práticas de governança.

**Palavras-chave:** Governança corporativa; Desempenho da empresa; Teste de Mann-Whitney.

#### **Abstract**

In a broad sense, corporate governance refers to a practice system aimed at reducing agency costs derived from conflicts between owners, shareholders and corporate agents. Theoretically, eventual reductions in costs achieved by corporate governance would mean better performance. However, recent studies reveal there is no consensus concerning the effects of governance upon the performance of those companies, showing that its impact on them is a controversial matter. This paper investigates that issue using a sample of twenty shareholding Brazilian companies included in the Bovespa list that implemented governance practice until 2002 and allowed the analysis of their annual balance sheets. The non-parametric Mann-Whitney U Test provided statistics to evaluate whether their performance was significantly different after the implementation mentioned above. In those cases, the relation between governance and performance was controversial, as many indicators did not present statistically meaningful variations after the inclusion of the firms in the Bovespa list as compared to before. One of the possible causes is the fact that the studied companies may have absorbed previously the strong impact of the implementation of governance practices. Results indicate it is not possible to assure that there is a relationship between corporate governance and firm performance.

**Key words:** Corporate governance; Firm performance; Mann-Whitney U Test.



A governança corporativa é um tema recorrente na literatura organizacional por duas razões principais. Em primeiro lugar, há o seu apelo interdisciplinar, baseado em contribuições de áreas como direito, economia, contabilidade e administração de empresas, entre outras. Em segundo lugar, tal como ressaltado por Bergamini Júnior (2005), ela remete a questões centrais para a gestão contemporânea, como a necessidade de maior transparência nos atos da direção (*disclosure*), de prestação de contas desses atos (*accountability*), de equidade no tratamento dos acionistas (*fairness*) e de conformidade com as regras estabelecidas (*compliance*).

Em um sentido mais amplo, essas razões refletem uma característica tradicionalmente atribuída à governança corporativa que é a sua suposta capacidade de melhorar o desempenho financeiro de uma empresa e o seu valor de mercado por meio de práticas que reduzem os conflitos entre acionistas e gestores. Em outras palavras, a governança corporativa é considerada um instrumento para lidar com o problema de agência, que, por sua vez, pode afetar variáveis como o custo de financiamento e os preços das ações de uma empresa, por exemplo.

No entanto, para interferir sobre esse problema, a governança precisa estar inserida em um ambiente legal institucionalizado. Isso porque ele permite que sejam estabelecidas normas e regras claras e coerentes para classificar as empresas em diferentes graus de governança. Por sua vez, essa informação é crucial para acionistas e investidores, pois orienta as suas expectativas e ações em relação à empresa.

Atualmente, há diversas instituições encarregadas de consolidar o enquadramento jurídico para a governança corporativa. No nível governamental, é preciso mencionar a *Securities Exchange Commission* (SEC), dos Estados Unidos, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do Brasil. No nível privado, a *New York Stock Exchange* (NYSE) e a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) têm tido uma atuação destacada no sentido de consolidar normas e regras para a prática da governança no mercado de capitais.

Esses esforços tiveram impacto significativo no mercado. Em relação ao Brasil, em 2001 a Bovespa criou um sistema de avaliação baseado em níveis, que classifica as empresas de acordo com a sua aderência a um conjunto de práticas de governança corporativa. Andrade e Rossetti (2006) afirmam que tal sistema foi bem aceito pelos investidores individuais e institucionais, principalmente porque ele exige que os agentes tenham maior responsabilidade na gestão das empresas. A razão para isso é a existência de um processo de credenciamento (*accreditation*) muito restritivo: as empresas são incluídas no sistema de classificação apenas se seguirem as normas definidas pela Bovespa para cada nível, bem como a legislação brasileira.

Iniciativas como essas podem ter um efeito positivo sobre os mercados, uma vez que contribuem tanto para a *accountability* como para a *compliance*. No entanto, a literatura mostra



que a relação entre governança corporativa e desempenho da empresa é ainda um assunto controverso. Há trabalhos nos quais os resultados empíricos indicam uma ligação direta e positiva entre as duas variáveis. Porém, em outros, elas têm uma relação inversa ou, ainda, não estão conectadas entre si.

Por essa razão, este trabalho teve como objetivo principal analisar se a implantação de práticas de governança corporativa teve impacto estatisticamente significativo no desempenho de uma amostra de 20 empresas nacionais de capital aberto, listadas nos níveis de governança corporativa da Bovespa. Conforme será visto mais adiante, os resultados empíricos indicam que, na maioria dos casos, não foi possível identificar uma relação causal entre governança e desempenho. Assim, pode-se citar como principal contribuição desta pesquisa as evidências a favor da hipótese de que a governança acarreta uma série de mudanças na gestão da empresa que não implicam, obrigatoriamente, melhoria do seu desempenho.

Este trabalho está dividido em cinco partes, sendo a primeira esta introdução. Na segunda, é feita a revisão da literatura sobre o tema, seguida pela descrição da metodologia utilizada. A quarta parte é voltada para a discussão dos resultados empíricos e a última para a apresentação da conclusão e das recomendações para pesquisas futuras.

### **Revisão da literatura**

As empresas têm diversas finalidades, entre as quais auxiliar outros atores a satisfazer suas preferências ou a desempenhar papéis específicos na estrutura social (COLEMAN, 1998). No entanto, sob o ponto de vista econômico-financeiro, as empresas existem para maximizar a riqueza dos acionistas e gerar valor para os grupos de interesse, ou seja, os *stakeholders* (BREALEY; MYERS, 2005; BRIGHAM; HOUSTON, 1999; WESTON; BRIGHAM, 2000). Por essa razão, as decisões estratégicas devem ser tomadas no âmbito dessas restrições.

Porém, a estrutura de tomada de decisão de uma empresa é formada por indivíduos que agem em nome dos outros. Uma vez que as pessoas têm suas próprias percepções, valores e interesses, frequentemente há situações nas quais as divergências entre essas duas partes são a regra e não a exceção. Em um nível estratégico, quando gerentes – também chamados de agentes – tomam decisões não completamente alinhadas com as expectativas dos acionistas, o problema de agência pode ocorrer.

A teoria da agência é baseada em Berle e Means (1932), mas se tornou mais amplamente conhecida somente após o trabalho de Ross (1973). A literatura contemporânea mostra que muitas áreas do conhecimento lidam com o problema de agência, tais como o direito (BALASUNDRAN; SUBRAMANIAM; JOHNSON, 2006; VOLZ; TAZIAN, 2006), a



contabilidade (DEMSKI; FELTHAM, 1978), a economia (SPENCE; ZECKHAUSER, 1971), o *marketing* (BASU et al., 1985), a sociologia (GRANDORI, 2006; LAUFER, 2006; ECCLES, 1985), o comportamento organizacional (EISENHARDT, 1985, 1988) e as finanças (FAMA, 1980). Segundo Eisenhardt (2001), essa atenção se dá por duas razões: 1) ela oferece *insights* sobre a relação entre os sistemas de informação organizacionais e os resultados, incentivos e riscos associados com as atividades da organização e 2) sob um ponto de vista empirista, permite uma análise baseada na combinação de outras teorias.

Uma das principais contribuições para a teoria da agência foi feita por Jensen e Meckling (1976). Eles definiram as empresas como um conjunto de contratos implícitos e explícitos que regulam os relacionamentos com empregados, fornecedores, clientes e credores. Porém, tais contratos implicam custos de agência, definidos por esses autores como dispêndios necessários para permitir que os acionistas controlem e supervisionem as ações dos gestores. A incorporação desses custos na análise é relevante porque eles podem funcionar como barreiras para a maximização do desempenho da empresa (MARNET, 2005; CHRISMAN; CHUA; LITZ, 2004; EISENHARDT, 2001; JAMES JR., 1999). Outro trabalho importante sobre a teoria da agência pode ser encontrado em Siffert Filho (1998). Segundo o autor, é preciso compreender como os proprietários e os principais acionistas implementam sistemas de compensação que motivam os acionistas minoritários ou os gestores de nível tático a agir de acordo com suas expectativas. Ao fazê-lo, esse processo pode alinhar interesses e reduzir os custos de agência.

Esses custos podem afetar os resultados da empresa, conforme demonstrado por Silveira (2002). O autor afirma que, em economias menos desenvolvidas e com um maior nível de concentração de capital, os conflitos de agência entre acionistas minoritários e majoritários são mais frequentes. Em decorrência disso, os investidores potenciais e efetivos reduzem suas projeções de fluxo de caixa, aumentando o custo do capital da empresa e reduzindo seu valor econômico e de mercado. Esse processo afeta o mercado de capitais como um todo, porque empresas depreciadas não terão incentivos suficientes para financiar novos investimentos.

Classens *et al.* (1999), ao pesquisarem empresas asiáticas, identificaram indícios de sistemas que normalmente não preservam os interesses dos acionistas minoritários. Segundo esses autores, o valor de mercado é uma função de quatro fatores estruturais: 1) dos direitos de propriedade, que estão concentrados em algumas famílias; 2) da separação entre propriedade e controle, o que é feito via ações ordinárias e preferenciais; 3) das estruturas verticais geralmente adotadas, nas quais uma empresa A controla outra B, que controla uma terceira C, e assim por diante; 4) da participação dos acionistas em outras empresas. Como afirmado pelos autores e por Bernardes e Brandão (2005), em tais sistemas o valor de mercado da empresa tende a ser menor.



Valadares (1998) aponta que mercados de capitais altamente concentrados podem ser identificados em outras regiões. Em sua pesquisa, baseada em 375 empresas brasileiras de capital aberto, a autora detectou que cerca de 90% do capital votante era controlado pelos cinco principais acionistas. O estudo de Lefort (2004) apresentou resultados muito semelhantes. Depois de analisar 459 empresas de capital aberto da América Latina, o autor concluiu que 51% do total das ações pertenciam a um único acionista.

Assimetrias na distribuição das ações podem elevar os custos de agência, uma vez que aumentam a possibilidade de conflitos entre acionistas minoritários e majoritários. Por sua vez, as relações entre os agentes e os acionistas podem se tornar mais tensas, já que eles racionalmente buscarão impor seus próprios interesses. Portanto, a fim de manter a efetividade no processo de gestão, é necessário contar com uma estrutura capaz de mediar os conflitos, de forma a permitir que os custos de agência sejam minimizados (BERGHE; BAELDEN, 2005; DHNADIREK; TANG, 2003; ALDRIGHI, 2003; GROENEWEGEN, 2000). Esse papel poderia ser desempenhado pela governança corporativa, que basicamente se refere a sistemas de monitoramento estabelecidos por acionistas para garantir que os agentes tomem decisões que não contrariem suas expectativas (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

A literatura contemporânea indica que, nos últimos anos, muitos pesquisadores têm tentado compreender a possível relação entre governança corporativa e o desempenho de organizações públicas e privadas (GOTARDELO, 2006; NOBILI, 2006; BELDEN; FISTER; KNAPP, 2005; BOZEC *et al.*, 2004). O pressuposto subjacente é o de que a governança corporativa poderia levar à transparência, à prestação de contas, à equidade no tratamento dos acionistas e à conformidade com as regras estabelecidas; o que fortaleceria os mercados de capitais. Apesar disso, as empresas implementam a governança muitas vezes devido aos seus supostos efeitos sobre os custos de financiamento, o valor de mercado e o desempenho geral.

Os resultados empíricos indicam que um consenso sobre esses aspectos está longe de ser alcançado. Como exemplo, Navissi e Naiker (2006), Ting (2006) e Leal e Silva (2005) concluíram que há indícios de que a governança corporativa pode influenciar aspectos importantes do desempenho da empresa. Contudo, Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Silva (2004) e Silveira, Barros e Famá (2005) revelaram que estruturas de governança podem até ser associadas a alguns aspectos do desempenho da empresa, mas não a todos eles. Portanto, não é possível assegurar que exista uma relação de causa e efeito entre essas duas variáveis.

Considerando os aspectos identificados na presente revisão da literatura, o objetivo central deste trabalho foi verificar se a adoção de práticas de governança corporativa foi acompanhada de mudanças estatisticamente significantes no desempenho econômico-financeiro



de uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, a pesquisa seguiu o delineamento metodológico descrito a seguir.

## Metodologia

Para atender ao objetivo central deste trabalho, optou-se por uma abordagem quantitativa descritiva. Esta se caracteriza pela descrição das relações entre as variáveis do estudo, tendo como base a suposição inerente de que tais relações podem ser descritas por meio de modelos matemáticos (GÜNTHER, 2006). Em termos específicos, a metodologia contemplou os itens que se seguem.

## Amostragem e amostra

A amostragem foi não probabilística, o que significa que a chance de cada elemento pertencer à amostra não é conhecida *a priori*. Assim, os resultados obtidos nesta pesquisa não podem ser extrapolados para a população, ou seja, aplicam-se somente à amostra estudada.

Esta foi composta por 25 empresas brasileiras de capital aberto, escolhidas intencionalmente entre aquelas incluídas na lista dos níveis de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), a maior bolsa de valores do Brasil e da América Latina, responsável por quase 70% do volume do comércio regional.

Essa lista foi lançada em dezembro de 2000 e consiste em uma série de normas para a conduta das empresas, dos gestores e dos acionistas controladores, considerados importantes para a valorização das ações e dos outros ativos da empresa (BOVESPA, 2007). A adesão à lista é o critério utilizado para classificar as empresas de acordo com um dos três níveis possíveis de governança corporativa, detalhados a seguir.

O Nível 1 é ocupado pelas empresas realmente comprometidas com a transparência nos atos da direção e com a dispersão de suas ações entre um número grande de acionistas. Basicamente, essas empresas devem manter um *free float* de, pelo menos, 25% do capital e fazer uso de ofertas públicas com mecanismos que favoreçam a dispersão do capital. Além disso, elas têm de publicar relatórios trimestrais contendo informações sobre as demonstrações financeiras consolidadas e as revisões dos auditores, bem como acompanhar outras normas estabelecidas pela Bovespa.

O Nível 2 inclui as empresas que já cumpriram integralmente as normas estabelecidas para o Nível 1. Além disso, elas devem seguir um conjunto de regras específicas, tais como a adoção de um único mandato de um ano para todos os membros do conselho de administração.



Devem também publicar balanços anuais de acordo com o padrão US GAAP ou IFRS e assegurar aos acionistas minoritários os mesmos direitos dos majoritários.

O terceiro nível é chamado de novo mercado e nele as empresas são admitidas apenas após o cumprimento integral dos padrões exigidos para o ingresso nos níveis 1 e 2. O grande objetivo desse segmento é assegurar que as empresas nele listadas efetivamente sigam as melhores práticas em governança corporativa. Para isso, elas não apenas precisam cumprir a legislação brasileira como também outras regras estabelecidas pela Bovespa. Há também a obrigação de aumentar os direitos dos acionistas minoritários e melhorar a qualidade das informações fornecidas a eles e aos *stakeholders*.

Das 25 empresas incluídas nesta pesquisa, 20 são do nível 1, três do nível 2 e duas do novo mercado. A Tabela 1 apresenta estatísticas descritivas a respeito dessas empresas.

Tabela 1  
Descrição do perfil da amostra

Indicador	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Total
Empresas pesquisadas	20	3	2	25
Receita líquida total	86.629.389,81	5.993.926,70	6.575.646,83	<b>99.198.963,35</b>
Lucro bruto total	36.509.773,44	1.838.369,35	3.387.912,42	<b>41.736.055,21</b>
Lucro operacional total	19.758.445,50	530.585,44	1.922.792,96	<b>22.211.823,89</b>
Ativos totais	344.397.287,96	6.645.604,95	19.856.929,08	<b>370.899.821,99</b>
Passivo total	290.110.511,19	4.619.470,73	10.474.376,96	<b>305.204.358,88</b>
Patrimônio líquido total	54.286.776,77	2.026.134,22	9.382.552,12	<b>65.695.463,11</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados mostram que as empresas selecionadas nesta pesquisa tiveram uma receita líquida total acima de R\$99 milhões em 2007 e um lucro operacional total de R\$22 milhões no mesmo período. Além disso, seus ativos somados chegam a mais de R\$370 milhões, contra um passivo de cerca de R\$305 milhões. Por fim, o patrimônio líquido total é de R\$65,6 milhões. Esses números indicam que as empresas escolhidas movimentam recursos expressivos, o que ressalta sua importância.

### Instrumento de coleta de dados

Os dados utilizados são do tipo agregados secundários, coletados por meio dos balanços patrimoniais e das demonstrações de resultado das empresas pesquisadas. O período da pesquisa abrangeu os anos de 1999 a 2007, sendo que essa escolha se justifica pela necessidade de se avaliar o desempenho econômico-financeiro dos elementos da amostra antes e depois da implantação de práticas de governança corporativa. Como todos eles ingressaram na listagem da



Bovespa entre 2002 e 2003, em média, foram avaliados os três anos anteriores e os três posteriores à implantação da governança.

### Análise dos dados

A primeira etapa da análise dos dados foi a sua tabulação em planilhas eletrônicas. Esse processo envolveu a criação de um modelo padronizado de balanço patrimonial e de demonstração de resultado, o que permitiu a uniformização dos dados coletados. A segunda etapa foi a exclusão dos efeitos inflacionários no período considerado. Para isso, os valores foram deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC).

A terceira etapa envolveu o cálculo de indicadores de desempenho econômico-financeiro. A literatura apresenta várias opções para isso (AGUIAR; CORRAR; BATISTELLA, 2004; DHNADIREK; TANG, 2003; FAMÁ; SILVEIRA; BARROS, 2003). Nesta pesquisa, optou-se por escolher sete indicadores que permitissem mensurar o valor de mercado das empresas e seus retornos aos acionistas. A definição de cada um é dada a seguir.

Retorno sobre o capital investido (ROIC): de acordo com Perez e Famá (2002), esse indicador mede o retorno gerado pelos investimentos da empresa, ou seja, avalia o potencial de uma empresa para criar valor. Matematicamente:

$$ROIC = \frac{\text{Lucro Operacional Líquido} - \text{Impostos Ajustados}}{(\text{Capital de Giro Operacional} + \text{Ativo Imobilizado} + \text{Outros Ativos})}$$

Retorno sobre o capital empregado (ROCE): indica o retorno que os proprietários, sócios ou acionistas obtiveram a partir das operações da empresa (SILVA, 2001). Em outras palavras, o ROCE é um indicador de eficiência e rentabilidade dos investimentos realizados por uma empresa. Algebricamente, é definido como:

$$ROCE = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativos Totais} - \text{Endividamento Corrente}}$$

Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE): Perez e Famá (2002) e Silva (2001) definem esse indicador como a relação entre o rendimento líquido total e do capital próprio. É um demonstrativo de eficiência da empresa quanto à forma de utilização dos seus ativos para gerar ganhos. Sua fórmula é:

$$ROE = \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativos Totais} - \text{Endividamento Corrente}}$$





Q de Tobin: esse indicador é um dos mais utilizados em pesquisas financeiras (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988, McCONNEL; SERVAES, 1990; LA PORTA, 2002). Basicamente, ele é o ágio entre o valor de mercado dos ativos de uma empresa e os seus custos de substituição (TOBIN, 1969). Existem várias formas de cálculo do Q de Tobin (SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2005; SILVA, 2004; FAMÁ; BARROS, 2001). Nesta pesquisa, optou-se pelo método proposto por Chung e Pruit (1994) e usado por Silveira, Barros e Famá (2005):

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{VMA + D}{AT}$$

Em que *VMA* é o valor de mercado das ações negociadas em bolsa, *D* é igual ao valor contábil da dívida e *AT* é o ativo total, medido pelo seu valor contábil.

Alavancagem: é a razão entre a dívida de longo prazo e a dívida total (SILVA, 2001). Esse indicador apresenta a proporção do capital investido que está sendo financiado por dívidas a longo prazo. Matematicamente:

$$\text{Alavancagem} = \frac{\text{Dívida de Longo Prazo}}{\text{Dívida Total}}$$

*Payout*: de acordo com Silva (2004), esse indicador permite que os investidores verifiquem se uma empresa conseguirá pagar-lhes dividendos, por meio da geração do nível necessário de caixa. Sua fórmula de cálculo é:

$$\text{Payout} = \frac{\text{Pagamentos Totais de Dividendos}}{\text{Receita Líquida} + \text{Despesas a Prazo} - \text{Vendas a Prazo}}$$

Ativo Fixo/Ativo Total (AFAT): dá aos investidores a noção do montante dos investimentos da empresa que não serão convertidos em recursos à vista no curto prazo (SILVA, 2001). Pode ser calculado por meio da expressão:

$$\text{AFAT} = \frac{\text{Total do Ativo Fixo}}{\text{Total do Ativo}}$$

Feitos os cálculos dos indicadores para cada uma das 25 empresas do estudo, iniciou-se a quarta etapa da análise. Esta consistiu na aplicação do teste não paramétrico de Wilcoxon para cada um dos sete indicadores econômico-financeiros utilizados. O objetivo desse teste é verificar



se existem diferenças estatisticamente significantes entre duas amostras extraídas de uma mesma população. Para isto, é calculada uma estatística  $Z$  e uma significância, que testa a hipótese nula de que não há diferenças entre as amostras, no nível de 5%. Portanto, valores da significância acima de 0,05 implicam a não rejeição dessa hipótese nula.

As duas amostras necessárias para o teste de Wilcoxon foram criadas a partir da divisão dos dados de cada indicador em dois grupos. O primeiro foi composto pelos valores referentes ao período anterior à adoção de práticas de governança corporativa, enquanto o segundo englobou os demais valores, gerados após a implantação dessas práticas.

Uma vez explicitada a metodologia do estudo, o item a seguir se dedicará a analisar e discutir os resultados.

### **Discussão dos resultados**

Os resultados foram analisados agrupando-se as empresas por segmento na listagem da Bovespa. Assim, os primeiros resultados referem-se àquelas incluídas no nível 1, conforme mostrado pela Tabela 2. Por uma questão ética, o nome real das empresas foi substituído por letras do alfabeto grego.

Tabela 2  
Resultados do teste de Wilcoxon para as empresas do nível 1



Empresa	Ano	Estatísticas	ROIC	ROE	ROCE	Q de Tobin	Alav.	Payout	AFAT
Alfa	2003	Z	-1,604	-1,633	-1,604	-1,342	-1,604	-1,604	-1,069
		Significância	0,109	0,102	0,109	0,180	0,109	0,109	0,285
Beta	2003	Z	-1,604	-1,604	-1,604	-1,604	-0,535	-1,069	-1,633
		Significância	0,109	0,109	0,109	0,109	0,593	0,285	0,102
Gama	2003	Z	-0,816	-0,010	-0,790	-1,604	-0,272	-0,447	-1,633
		Significância	0,414	0,561	0,237	0,109	0,785	0,655	0,102
Delta	2003	Z	-0,816	-0,010	-0,790	-1,604	-0,272	-0,447	-1,633
		Significância	0,414	0,561	0,237	0,109	0,785	0,655	0,102
Epsilon	2002	Z	-1,841	-1,841	-1,826	-1,105	-0,365	-1,826	-1,826
		Significância	0,066	0,066	0,068	0,269	0,715	0,068	0,068
Zeta	2003	Z	-0,535	-0,435	-0,321	-1,604	-1,604	-1,038	-1,069
		Significância	0,593	0,396	0,249	0,109	0,109	0,020	0,285
Eta	2002	Z	-1,342	-1,289	-1,826	0,854	-1,841	-1,841	-1,841
		Significância	0,180	0,197	0,068	0,000	0,066	0,066	0,066
Theta	2003	Z	-1,604	-1,604	-1,604	-1,604	-1,604	-1,633	-1,633
		Significância	0,109	0,109	0,109	0,109	0,108	0,102	0,102
Iota	2002	Z	-1,826	-1,826	-1,826	-1,604	-1,461	-0,365	-1,841
		Significância	0,068	0,068	0,068	0,109	0,144	0,715	0,066
Capa	2002	Z	-1,512	-1,826	-1,461	-1,826	-1,826	-1,841	-1,826
		Significância	0,131	0,068	0,144	0,068	0,068	0,066	0,068
Lambda	2002	Z	-1,604	-1,841	-1,826	-0,184	-1,095	-0,736	-1,826
		Significância	0,109	0,066	0,068	0,854	0,273	0,461	0,068
Ômicron	2002	Z	-1,604	-1,069	-1,826	-1,826	-1,826	-1,604	-0,378
		Significância	0,109	0,285	0,068	0,068	0,068	0,109	0,705
Rho	2002	Z	-1,604	-0,535	-0,365	-1,826	-0,365	-1,095	-1,826
		Significância	0,109	0,593	0,715	0,068	0,715	0,273	0,068
Sigma	2002	Z	-0,365	-1,826	-1,826	-1,826	-0,730	-1,095	-1,604
		Significância	0,715	0,068	0,068	0,068	0,465	0,273	0,109
Tau	2002	Z	-1,841	-1,841	-1,826	-1,826	-1,826	-1,289	-1,826
		Significância	0,066	0,066	0,068	0,068	0,068	0,197	0,068

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: AFAT = ativos fixos/ativos totais. Alav.= alavancagem.

A Tabela 2 apresenta evidências de que não é possível afirmar que as práticas de governança corporativa resultem em melhoria no desempenho econômico-financeiro. No caso das empresas do nível 1, a hipótese nula do teste de Wilcoxon de que não existem diferenças estatisticamente significantes no desempenho antes e depois da introdução da governança foi rejeitada em apenas dois casos. O primeiro, é o *payout* da empresa Zeta, que obteve uma estatística Z de -1,038 e uma significância de 0,020. Isso significa que há uma probabilidade de 2% de haver valores superiores ao calculado em Z. O segundo caso foi o Q de Tobin da empresa Eta, que apresentou um Z de 0,854 e uma significância próxima de zero.

Há que se considerar que muitas das significâncias foram ligeiramente superiores ao nível de 0,05, utilizado nesta pesquisa. Embora em termos estatísticos isso seja insuficiente para alterar a não rejeição da hipótese nula, é preciso reconhecer que talvez esses resultados apontem para certo viés nos dados.



Uma possível razão para isso pode ser a decisão de analisar os dados a partir exclusivamente do cálculo dos indicadores selecionados, sem recorrer a avaliações mais qualitativas a respeito deles. Embora a alternativa adotada nesta pesquisa seja justificada do ponto de vista metodológico, para se ter uma ideia mais clara da real influência da governança no desempenho seria útil analisar variáveis qualitativas, como, por exemplo, cronograma de implantação das práticas de governança, projeto de comunicação utilizado pela empresa para divulgar as mudanças entre seus colaboradores internos e externos e o grau de impacto dessas mudanças nas rotinas operacionais da empresa.

Uma segunda possível razão para um eventual viés está na determinação do período estudado. Como todas as empresas selecionadas ingressaram nos níveis de governança da Bovespa entre 2002 e 2003, a intenção era que o período entre 1999 e 2007 fosse suficiente para se ter uma ideia mais clara dos primeiros impactos da governança. Porém, a influência das variáveis qualitativas citadas anteriormente pode ter provocado os resultados mostrados na Tabela 2.

Em relação às empresas do nível 2, os dados são apresentados pela Tabela 3.

Tabela 3  
Resultados do teste de Wilcoxon para as empresas do nível 2

Empresa	Ano	Estatísticas	ROIC	ROE	ROCE	Q de Tobin	Alav.	Payout	AFAT
Upsilon	2003	Z	-1,604	-1,604	-1,604	-1,604	-1,069	-1,069	-1,604
		Significância	0,109	0,109	0,109	0,109	0,285	0,285	0,109
Phi	2003	Z	0,087	-1,604	-1,604	-1,604	-1,604	-1,642	-1,633
		Significância	0,095	0,109	0,109	0,109	0,109	0,317	0,102
Chi	2003	Z	-0,447	-1,604	-1,604	-1,069	-1,069	0,084	-1,069
		Significância	0,655	0,109	0,109	0,285	0,285	0,377	0,285

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: AFAT = ativos fixos/ativos totais. Alav.= alavancagem.

Os resultados indicam que o desempenho econômico-financeiro das empresas do nível 2 não é estatisticamente o mesmo antes e depois da adoção da governança corporativa. Em nenhum dos casos, a significância foi inferior ao nível utilizado; o que implicaria a rejeição da hipótese nula. Na verdade, o menor valor foi de 0,102; relativo ao indicador ativos fixos sobre ativos totais (AFAT) da empresa Phi, distante do ponto de corte de 0,05.

As considerações sobre possíveis vieses nos dados, feitas para as empresas do nível 1, são igualmente aplicáveis àquelas do nível 2. Mesmo com essa restrição, é preciso reconhecer que os resultados de fato apontam mais uma vez para uma dissociação, no caso da amostra estudada nesta pesquisa, entre governança e resultado econômico-financeiro.



O teste de Wilcoxon para as duas empresas do novo mercado apresentou os valores exibidos pela Tabela 4.

Tabela 4  
Resultados do teste de Wilcoxon para as empresas do novo mercado

Empresa	Ano	Estatísticas	ROIC	ROE	ROCE	Q de Tobin	Alav.	Payout	AFAT
Psi	2003	Z	-1,604	-1,604	-1,604	-1,604	-1,604	-1,342	-1,604
		Significância	0,109	0,109	0,109	0,109	0,109	0,180	0,109
Ômega	2003	Z	-1,633	-1,604	-1,604	-1,604	-1,069	-1,633	-1,633
		Significância	0,102	0,109	0,109	0,109	0,285	0,317	0,102

Fonte: Dados da pesquisa

Notas: AFAT = ativos fixos/ativos totais. Alav.= alavancagem.

De maneira semelhante ao ocorrido para o nível 2, não foram encontradas evidências suficientemente fortes para sustentar a hipótese de que a introdução de práticas de governança provocou alterações no desempenho das empresas. Por outro lado, o fato de os três níveis da listagem da Bovespa terem apresentado resultados semelhantes pode ser um indício de que a influência da governança sobre os resultados é menor do que se supõe em parte da literatura. Esse aspecto é explorado na conclusão a seguir.

## Conclusão

As empresas desenvolvem e implementam certas políticas e estratégias, não porque gostem delas, mas porque querem que elas obtenham os resultados esperados. A partir do ponto de vista dos agentes, a governança corporativa tem mais a ver com a partilha do poder do que com uma estrita lógica econômica. Na verdade, está mais ligada à perspectiva dos acionistas, para os quais a governança é um instrumento útil para controlar e fiscalizar os seus investimentos.

Em termos teóricos, a literatura mostra que, apesar das diferenças entre os agentes e os proprietários, as empresas têm se voltado para a governança como forma de melhorar o seu desempenho e, posteriormente, maximizar os seus valores de mercado. De acordo com essa perspectiva, existe uma relação direta entre essas duas variáveis, ou seja, a implementação bem-sucedida dos princípios da governança levaria automaticamente a um melhor desempenho e à maximização do valor de mercado.

Os resultados obtidos nesta pesquisa fornecem indícios de que tais relações têm mais nuances do que seria de se esperar. Duas razões justificam essa afirmação: em primeiro lugar, as empresas não são excelentes em todos os aspectos relativos ao seu desempenho, e esse fato tem consequências significativas para qualquer investigação. Em segundo lugar, o impacto das



práticas de governança corporativa no desempenho é aparentemente relacionado com o grau em que elas estão institucionalizadas na empresa.

A primeira razão destaca uma das regras de gestão: é impossível ser o melhor em tudo o tempo todo. Por trás dessa observação está o fato de que a análise dos efeitos da governança sobre os resultados da empresa pode ser afetada pelos indicadores escolhidos. Nesse caso, se o investigador opta por um indicador em que a empresa está longe do nível de excelência, ele tem de levar em consideração que os resultados podem ser distorcidos.

Esta pesquisa procurou selecionar um grupo de indicadores que pudessem ser representativos do valor de mercado e do desempenho financeiro geral da empresa. Apesar disso, é necessário reconhecer que os sete indicadores incluídos neste trabalho não dão uma visão completa da situação real das empresas. Em vez disso, tem-se uma representação parcial do que está acontecendo em alguns aspectos das taxas de retorno para os investidores, bem como do valor de mercado, da alavancagem, do pagamento dos dividendos e da proporção entre ativos fixos e totais. Aplicando-se a metáfora utilizada por Mintzberg, Ahlstrand e Lampel (1999), tocou-se em apenas uma parte do corpo do elefante, o que não dá o conhecimento necessário sobre o animal como um todo.

Apesar de essas limitações existirem, o estudo mostrou evidências de que, para a amostra selecionada, as práticas de governança corporativa não estão diretamente ligadas tanto ao desempenho da empresa como ao seu valor de mercado. No entanto, essa conclusão leva a outra pergunta: por que tais resultados ocorreram neste estudo?

Uma possível resposta está relacionada com a segunda razão anteriormente mencionada, ou seja, o impacto das práticas de governança corporativa no desempenho da empresa pode ser influenciado pelo estágio em que se encontra sua implementação. Os resultados do nível 2 e do novo mercado indicam que talvez haja uma espécie de amortização interferindo no processo.

Isso significa que, antes de serem aceitas no nível 1, as empresas tiveram de fazer alterações relevantes nas suas práticas de gestão, a fim de atender às demandas da Bovespa. Essas mudanças poderiam ter um impacto mais significativo em relação à empresa devido ao desempenho positivo ou negativo das expectativas criadas em investidores reais e potenciais. Por conseguinte, os indicadores financeiros podem refletir melhorias no desempenho da empresa. Por outro lado, quando uma empresa é admitida no nível 2, pressupõe-se que ela já tenha se ajustado a todas as regras no nível 1 e, por conseguinte, as eventuais mudanças de gestão não seriam tão radicais, sendo a mesma lógica válida para o novo mercado.

Com base nessas conclusões, podem ser feitas algumas sugestões para pesquisas futuras. A primeira é utilizar um número maior de indicadores de desempenho, para que se tenha uma



ideia mais clara das variações ocorridas nos resultados da empresa ao longo do tempo. Outra sugestão é usar dados semanais ou mensais, em vez dos anuais empregados nesta pesquisa. Isso permitirá verificar mudanças de curto prazo causadas nos resultados econômico-financeiros pela introdução de práticas de governança corporativa.

## Referências

AGUIAR, A.; CORRAR, J.; BATISTELLA, F. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.

ALDRIGHI, D. The mechanisms of corporate governance in the United States: an assessment. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 57, n. 3, p. 469-513, jul./set. 2003.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. atual. ampl. São Paulo: Atlas, 2006.

BALASUNDRAM, M.; SUBRAMANIAM, G.; JOHNSON, J. Perspectives of corporate governance in the U.S. and abroad. **The Business Review**, Cambridge, v. 5, n. 2, p. 36-42, Summer 2006.

BASU, A. *et al.* Sales force compensation plans: an agency theoretic perspective. **Marketing Science**, v. 4, 1985. p. 267-291.

BELDEN, S.; FISTER, T.; KNAPP, B. Dividends and directors: do outsiders reduce agency costs? **Business and Society Review**, v. 110, n. 2, p. 171-180, 2005.

BERGAMINI JÚNIOR, S. Controles internos como um instrumento de governança. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 149-188, dez. 2005.

BERGHE, L.; BAELDEN, T. The complex relation between director independence and board effectiveness. **Corporate Governance**, v. 5, n. 5, p. 58-83, 2005.

BERLE, Adolf Jr; MEANS, Gardiner. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan Publishing Company, 1932.

BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. Governança corporativa: algumas reflexões teóricas. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2005, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2005.

BOVESPA. **Companies**. São Paulo: Bovespa, 2007. /disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/indexi.asp>>. Acesso: mar. 2007.

BOZEC, R. *et al.* The effect of the reform of Canadian state-owned enterprises on major corporate governance mechanisms. **Australian Journal of Public Administration**, v. 62, n. 2, p. 79-94, June 2004.



BREALEY, R.; MYERS, S. **Princípios de finanças empresariais**. 5. ed. Lisboa: McGraw-Hill, 2005.

BRIGHAM, E.; HOUSTON, J. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CHRISMAN, J.; CHUA, J.; LITZ, R. Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. **Entrepreneurship Theory and Practice**, Summer, 2004, p. 335-354.

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

CLAESSENS, Stjn *et al.* **Expropriation of minority shareholders in East Asia**. Draft: World Bank, Dec. 9, 1999.

COLEMAN, J. **Foundations of social theory**. New York: Bellknap, 1998.

DEMSKI, J.; FELTHAM, G. Economic incentives in budgetary control systems. **Accounting Review**, v. 53, 1978. p. 336-359.

DHNADIREK, R.; TANG, J. Corporate governance problems in Thailand: is ownership concentration the cause? **Asia Pacific Business Review**, v. 10, n. 2, p. 121-138, Winter 2003.

ECCLES, R. Transfer pricing as a problem of agency. In: PRATT, J.; ZECKHAUSER, R. (Ed.). **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School, 1985.

EISENHARDT, K. Agency and institutional explanations of compensation in retail sales. **Academy of Management Journal**, v. 31, 1988. p. 488-511.

EISENHARDT, K. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 2001.

EISENHARDT, K. Control: organizational and economic approaches. **Management Science**, v. 31, 1985. p. 134-149.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, 1980. p. 288-307.

FAMÁ, R.; BARROS, L.  $Q$  de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-44, 2001.

FAMÁ, R.; SILVEIRA, A.; BARROS, L. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

GOTARDELO, D. **Estudo das práticas de governança corporativa e o desempenho organizacional**: uma análise envolvendo rentabilidade, volatilidade e valor de mercado. 2006, 142f. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração), Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte.





GRANDORI, A. Innovation, uncertainty and relational governance. **Industry and Innovation**, v.13, n. 2, p. 127-133, June 2006.

GROENEWEGEN, J. European integration and changing corporate governance structures: the case of France. **Journal of Economic Issues**, v. 24, n. 2, June 2000.

GÜNTHER, H. Pesquisa qualitativa versus pesquisa quantitativa: esta é a questão? **Psicologia: Teoria e Pesquisa**, v. 22, n. 2, p.201-210, 2006.

JAMES JR., H. Owner as manager, extended horizons and the family firm. **International Journal of the Economics of Business**, v. 6, n. 1, p. 41-55, 1999.

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

LA PORTA, R. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LAUFER, W. Illusions of compliance and governance. **Corporate Governance**, v. 6, n. 3, p. 239-249, 2006.

LEFORT, F. **The effect of corporate governance practices on company market valuation and payout policy in Chile**. IADB Working Paper, 2004.

MARNET, O. Behavior and rationality in corporate governance. **Journal of Economic Issues**, v. 29, n. 3, Sep. 2005.

McCONNEL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 595-612, 1990.

MINTZBERG, H.; AHLSTRAND, B.; LAMPEL, J. **Safári de estratégia: um roteiro pela selva do planejamento**. Porto Alegre: Bookman, 1999.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 293-315, 1988.

NAVISSI, F.; NAIKER, V. Institutional ownership and corporate value. **Managerial Finance**, v. 32, n. 3, p. 247-256, 2006.

NOBILI, C. **Governança corporativa e retornos esperados no mercado acionário brasileiro: uma extensão do modelo de três fatores de Fama e French**. 2006. 55f. Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

PEREZ, M.; FAMÁ, R. Como analisar os resultados de uma empresa? Uma apresentação de métricas de retorno e suas aplicações no setor siderúrgico brasileiro. In: ASSEMBLEIA DO CONSELHO LATINO-AMERICANO DE ESCOLAS DE ADMINISTRAÇÃO, 37, 2002. **Anais...** Porto Alegre, 2002.

ROSS, S. The economic theory of agency: the principal's problem. **American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.



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

SIFFERT FILHO, N. F. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 9, Jun, 1998.

SILVA, A. **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), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

SILVA, A. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

SILVA, A.; LEAL, R. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, J. **Análise financeira das empresas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade de São Paulo, São Paulo.

SILVEIRA, A. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2005.

SILVEIRA, A.; BARROS, L.; FAMÁ, R. A qualidade da governança corporativa influencia o valor das companhias abertas no Brasil? In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 2005, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2005.

SPENCE, A.; ZECKHAUSER, R. Insurance, information, and individual action. **American Economic Review**, v. 61, 1971. p. 380-387.

TING, H. When does corporate governance add value? **The Business Review**, Cambridge, v. 5, n. 2, p. 196-203, 2006.

TOBIN, J. A general equilibrium approach to monetary theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.

VALADARES, S. M. **Três ensaios sobre mercado por controle corporativo no Brasil**. 1998. Tese (Doutorado em Economia), Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

VOLTZ, W.; TAZIAN, V. The role of attorneys under Sarbannes-Oxley: the Qualified Legal Compliance Committee as a facilitator of corporate integrity. **American Business Law Journal**, v. 43, n. 3, p. 439-465, Fall 2006.

WESTON, J.; BRIGHAM, E. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron, 2000.