

Índice de Governança Corporativa para Empresas do Mercado Acionário Brasileiro

THAÍS ALVES DOS SANTOS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

ANTÔNIO ARTUR DE SOUZA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

GABRIEL RODRIGO GOMES PESSANHA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)

Agradecimento à orgão de fomento:

Agradeço à Fapemig que financiou esta pesquisa, resultado final de tese de doutorado.

ÍNDICE DE GOVERNANÇA CORPORATIVA PARA EMPRESAS DO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

1 INTRODUÇÃO

O ambiente econômico é influenciado por decisões governamentais e por diversos acontecimentos ocasionados por participantes do ambiente econômico, como, por exemplo, adversidades no mercado financeiro. Uma vez partes integrantes desse ambiente, as empresas passam a influenciar e serem influenciadas por adversidades do mercado. Um exemplo desta situação foi quando, em 2008, o mercado financeiro global foi influenciado pela crise do *subprime*, a qual, aconteceu no mercado norte-americano. Com esta crise foi possível identificar que o sistema financeiro estava suscetível a decisões de gestores, ou seja, possuía falhas que impactam negativamente os mais diversos agentes econômicos. Sendo necessário assegurar investidores que os riscos de perda financeira, oriunda da má gestão, seria minimizado, conseqüentemente, a necessidade de mecanismos de controle dos gestores volta a discussão. Para tal, a qualidade dos mecanismos gestão adotados por empresas ao redor do mundo passa a ser repensada.

A principal atuação da governança corporativa consiste em estabelecer mecanismos de transparência que visam atenuar as assimetrias informacionais entre empresas e o mercado financeiro. O objetivo é garantir a sustentabilidade financeira corporativa. Nesse sentido, como as empresas buscam, frequentemente, aumentar seus ganhos de eficiência e de competitividade para alcançar suas metas de crescimento, surge a necessidade de contrair financiamento externo, que promove mudança na estrutura de capital das empresas (CORREIA, AMARAL e LOUVET, 2011). É neste contexto, de informações assimétricas e de incerteza de mercado, que a governança corporativa desponta como um fator que auxilia as empresas a ganharem a confiança dos investidores. Desse modo, a governança corporativa é considerada um código de boas práticas, ou seja, um conjunto de normas que asseguram aos proprietários, acionistas e investidores que seus interesses serão atendidos.

O crescimento do mercado acionário brasileiro, que em 2017 alcançou recorde histórico no volume de negociações, implicando no aumento da atratividade de investimentos e demandando maiores exigências em relação à governança corporativa. O extensivo número de exigências a se cumprir faz com que as empresas sejam classificadas, por investidores, como empresas com boas práticas de gestão. Assim, surge a necessidade de se criar um índice de governança corporativa para que seja possível classificar as empresas do mercado acionário brasileiro. Portanto, este trabalho, apresenta como objetivo desenvolver um índice fundamentado nos mecanismos de governança corporativa para o mercado acionário brasileiro.

Este trabalho é composto por esta introdução, seguida de uma breve revisão de literatura, procedimentos metodológicos, resultados e conclusão.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Teoria da agência

O conflito de interesse entre administradores e proprietários de empresas é a base dos estudos da teoria da agência. Smith (1776) já afirmava que não é possível esperar que os membros do conselho de administração de uma empresa protejam o dinheiro dos acionistas com a mesma dedicação que protegeriam seu próprio dinheiro. Dessa forma, aquele autor ainda afirma que os gestores tendem a se envolver em detalhes que os beneficiem em detrimento da defesa de interesse dos proprietários. Os conflitos entre gestores e proprietários são denominados problemas de agência. O estudo desta relação de agência tem como marco o trabalho de Jensen e Meckling (1976), no qual, os autores afirmam que uma relação de agência nada mais é do que um contrato firmado entre o proprietário/investidor e o agente/gestor. Neste

contrato, será estabelecida as funções dos agentes de modo que este trabalhe para garantir que o interesse do proprietário (principal) seja alcançado.

Coase (1937) e Fama e Jensen (1983) asseveram que em virtude da alteração da estrutura societária das empresas, isto é, mais pulverizada, surge a necessidade de se estabelecer contratos que definam os direitos de propriedade e, conseqüentemente, limitem o comportamento dos gestores. Desta forma o comportamento dos gestores irá depender dos termos que foram estabelecidos no contrato. Todavia, apesar da existência de contratos, explícitos ou não, entre agentes e proprietários, há conflito de interesses entre as partes. Besanko et al (2006) afirmam estes conflitos são causados, entre outros fatores, pelo oportunismo, o que, por sua vez, irá gerar custos de agência. Os custos de agência são aqueles associados aos mecanismos necessários para controlar e prevenir a negligência profissional.

Jensen e Meckling (1976) ainda afirmam que o principal pode minimizar estes conflitos por meio de incentivos aos agentes, limitando assim sua atuação, todavia estes incentivos também são considerados custos de agência. Desta forma a teoria da agência tem como objetivo assegurar que os contratos entre principal e agente seja eficiente, moderando as divergências entre as partes, por meio do diagnóstico dos problemas existentes (ROCHA et al, 2012).

2.2 Governança corporativa

A discussão acerca da temática de governança corporativa tem início em meados da década de 1930 com o trabalho de Berle e Means (1932). Os autores analisaram a composição acionária das empresas norte-americanas, colocando em discussão os conflitos de interesse em empresas cuja estrutura de capital é pulverizada. Ainda afirmam que a pulverização do capital tende a fortalecer a atuação dos gestores, dando condições para que estes atuem em benefício próprio e não em função de garantir o interesse dos agentes. Também argumentam a respeito dos benefícios e dos potenciais custos oriundos da separação entre propriedade e controle das empresas.

A governança corporativa pode ser definida como um mecanismo de controle cujo objetivo é garantir ao detentor do capital, principal, que seus interesses sejam garantidos, conseqüentemente o retorno sobre o capital investido. Assim a relação entre agente e proprietário será uma relação contratual entre os fornecedores de capital e a empresa, sendo que este contrato será pautado em uma série de normas internas e externas a serem seguidas, normas estas que irão garantir a qualidade de sua governança corporativa, conseqüentemente a qualidade de sua gestão (WILLIANSO, 1983, 1984, 1988).

Blair (1998) ainda define governança corporativa como sendo mecanismos que as empresas utilizam para determinar processos que irão alinhar os interesses em conflito entre os acionistas e gestores. Uma vez alinhado os interesses entre agentes e proprietários, a empresa estará menos exposta a riscos o que implica em um aumento de confiança por parte dos investidores (ROSSETTI e ANDRADE, 2012).

Claessens e Yurtoglu (2012) afirmam que a governança corporativa pode ser considerada um complexo conjunto de restrições que delimitam a ação dos agentes evitando custos de agência. Dessa forma, a governança corporativa seria também um mecanismo que determina os lucros gerados pelas empresas e auxilia a moldar a relação *ex post* entre agentes e proprietários. Os autores asseveram que a adoção da governança corporativa pode (i) melhorar o acesso ao financiamento externo; (ii) reduzir o custo de capital das empresas e (iii) melhorar o desempenho operacional por meio da melhor alocação de recursos.

Assim, as empresas, para serem classificadas com boa governança, têm que seguir alguns princípios que podem variar em função das legislações locais e das especificidades do país em que as empresas se encontram. Jensen e Meckling (1976) afirmam que a principal vantagem de uma empresa ser classificada como detentora de boa governança é a redução do seu custo de capital. Ademais esta redução normalmente resulta no aumento do valor de mercado, além de

ampliar as possibilidades de investimentos futuros. Todavia, Oliveira Neto, Medeiros e Queiroz (2012) asseguram que estas vantagens apresentadas somente são possíveis quando as empresas estão inseridas em um mercado financeiro confiável aos investidores.

2.2 Princípios de governança corporativa

Os princípios de governança corporativa são considerados os fatores de que as empresas necessitam possuir para serem classificadas como detentoras de boas práticas de gestão. Diversas são as entidades que estabelecem esses princípios, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), por exemplo. Para a OECD (2015), os princípios servem como um mecanismo que reconhece os interesses dos gestores, de investidores e dos demais interessados na companhia. Conhecer as preferências de todos os participantes da empresa irá contribuir para a formulação de processos mais rígidos de controle, mecanismos anticorrupção e formação do conselho de ética, entre outros que culminarão no melhor desempenho e no sucesso de longo prazo da empresa.

A OCDE ainda pontua que não existe um único modelo de governança corporativa que poderá ser aplicado a todas as empresas. A forma como a governança é exigida pode sofrer modificações em função das normativas específicas de cada país. Contudo, alguns elementos de avaliação de governança são comuns às empresas. De acordo com o IBGC, são quatro os princípios básicos de governança: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa. O princípio da transparência trata da necessidade de disponibilizar as informações da empresa a acionistas, gestores e demais agentes interessados na companhia. Estas informações não devem se restringir a informações econômico-financeiras das empresas (IBGC, 2017).

O princípio da equidade refere-se ao tratamento igual a todos os sócios e *stakeholders* da empresa, considerando seus interesses, expectativas, direitos e deveres. Já o princípio da prestação de contas prevê que os gestores responsáveis pela governança corporativa devem prestar contas de suas ações como gestores da empresa. Por fim, o princípio da responsabilidade corporativa define que os responsáveis pela governança corporativa devem se preocupar com a viabilidade econômico-financeira das companhias, propiciando-lhes melhorias, de forma que elas obtenham ganhos ascendentes a curto, médio e longo prazo (IBGC, 2017).

Para a OECD (2015), são seis os princípios que devem nortear as empresas a alcançar uma boa estrutura de governança, a saber:

- i. garantir uma base para que se tenha uma estrutura eficaz de governança – este princípio determina que a estrutura de governança deve promover mercados transparentes e justos, assim como melhorar a alocação eficiente dos recursos. Dessa forma, deve acompanhar as legislações vigentes e adotar ferramentas de supervisão e fiscalização eficazes;
- ii. promover direitos iguais entre os acionistas – a estrutura de governança da empresa deve garantir que acionistas minoritários e estrangeiros recebam o mesmo tratamento que os acionistas majoritários e nacionais, de modo que, caso tenham seus direitos violados, tenham acesso à reparação;
- iii. investidores institucionais, bolsas de valores e outros intermediários – princípio segundo o qual a estrutura de governança da empresa deve fornecer incentivos sólidos a toda a cadeia de investidores da companhia, possibilitando o melhor funcionamento do mercado acionário;
- iv. a função dos *stakeholders* – a estrutura de governança deve reconhecer os direitos de todas as partes interessadas, seja o reconhecimento por meio de legislação ou de acordos mútuos das partes, garantindo, assim, a criação de riqueza e empresas financeiramente sólidas;

- v. divulgação e transparência – a divulgação precisa e tempestiva das informações da empresa deve ser assegurada pelos mecanismos de governança adotados;
- vi. responsabilidades do conselho – monitorar as atividades do conselho de administração, de forma a garantir sua atuação com responsabilidade perante a diretoria e os acionistas da empresa.

Desta forma é possível observar que não existe um número ideal de princípios de governança que as empresas devem seguir. Todavia há similaridades entre os princípios apresentados pelo IBGC (2017) e OECD (2015), uma vez que o objetivo de ambos está em garantir boas práticas de gestão às empresas por meio da minimização de conflitos entre agentes e gestores.

2.3 Modelos de governança corporativa

No Brasil, trabalhos na área de finanças corporativas – por exemplo, Bernadino, Peixoto e Ferreira (2014); Caixe e Krauter (2014); Machado e Famá (2011) – utilizam a classificação de governança da B3. Todavia, os níveis de governança estabelecidos pela bolsa brasileira não envolvem todas as empresas listadas. Silva e Leal (2005) afirmam que é essencial compreender as estruturas de governança das empresas, pois elas influenciam a eficiência do mercado, no que tange ao controle corporativo e poderão resultar em impactos positivos no desempenho e avaliação das empresas.

Na literatura nacional, três trabalhos se destacam, por sua robustez e por serem referenciados nos demais trabalhos, quanto à classificação das empresas em relação à sua governança. Os trabalhos em questão são os de Silveira (2004), Silva e Leal (2005) e Correia (2008), os quais apresentam classificações das empresas quanto à sua governança, considerando a qualidade delas. Estes têm como proposta avaliar a qualidade da governança corporativa de empresas brasileiras e a criação de um índice de mensuração da governança. Ademais, dois desses trabalhos avaliam se a qualidade da governança corporativa influencia o valor das empresas. Os trabalhos de Silveira (2004) e Silva e Leal (2005) utilizam o mesmo espaço temporal em seus dados.

No Quadro 1 é possível observar a diferença entre a mensuração do índice de governança corporativa feita pelos autores. Apesar de apresentarem dimensões diferentes para a mensuração da governança, é possível observar que todos os trabalhos também apresentam similaridades na sua composição. Este fato pode ser explicado porque os princípios de governança corporativos encontrados na literatura não apresentam grandes diferenças. Eles remetem sempre à formação do conselho de administração, à transparência das informações publicadas, à proteção e à preocupação com os acionistas minoritários, entre outros.

Quadro 1. Dimensões da governança corporativa

Autores	Indicadores de qualidade de governança corporativa
Silveira (2004)	Oportunidades futuras de crescimento
	Natureza da operação (intangibilidade da atividade)
	Tamanho da empresa
	Emissão de ADRs
	Adesão aos níveis de governança corporativa da B3
	Estrutura de propriedade
	Desempenho
	Indústria
	Identidade do acionista
	Índice de <i>payout</i>

“continua”

Quadro 1. “conclusão”

Silva e Leal (2005)	Divulgação
	Composição e funcionamento do conselho
	Estrutura de propriedade e controle
	Direito dos acionistas
Correia (2008)	Composição do conselho de administração
	Estrutura de propriedade e controle
	Incentivos aos administradores
	Proteção aos acionistas minoritários
	Transparência das informações publicadas

Fonte: elaborado pelos autores

No trabalho de Correia (2008) fica demonstrado que o valor de mercado das empresas é influenciado pelo seu nível de governança. Esta constatação difere das de Correia (2008), de Silveira (2004) e de Silva e Leal (2005), os quais afirmam que não é possível concluir que a governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas. Todos os trabalhos classificam as empresas quanto à sua governança e, posteriormente, verificam se ela tem influência no valor dessas empresas. Silveira (2004) e Silva e Leal (2005) concluíram que não é possível afirmar que a governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas. Já Correia (2008) confirma o que a teoria de governança propõe, ou seja, empresas com maior nível de governança corporativa apresentam desempenho superior àquelas com menor nível de governança. A autora afirma que a governança corporativa influencia o valor de mercado das empresas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Tratamento e origem dos dados

A amostra deste trabalho foi formada por empresas com ações negociadas na B3, no período de 2010 a 2016, o propósito foi utilizar as informações econômico-financeiras da empresa após o período de obrigatoriedade das normas internacionais de contabilidade. A relação dessas empresas foi obtida no Economática[®], tendo sido selecionadas todas as empresas que com ações negociadas no período, independente de seus registros estarem ativos ou não durante todo o período. Dessa forma, a amostra inicial apresentou 449 empresas, envolvendo todos os setores existentes na bolsa brasileira. Desta amostra inicial, alguns critérios foram utilizados para selecionar as empresas, como apresentado na Figura 1. Assim a amostra final contém 116 empresas pertencentes a 39 setores de atividade econômica, considerando a classificação setorial *North American Industry Classification System (NAICS)*.



Figura 1. Formação da amostra - * Índice de negociabilidade: menor que 0,001 foram retiradas

Fonte: elaborado pelos autores

Os dados dessas empresas foram coletados nas bases de dados financeiras Bloomberg[®], Economática[®] e Quantum[®]. Também foram utilizados os documentos de apresentação obrigatória à CVM, como formulário cadastral e formulário de referência, disponíveis no site da CVM e das próprias empresas. Ademais, os sites de relacionamento com os investidores das empresas e da B3 foram utilizados para acesso às informações necessárias para compor a base de dados utilizada.

Para confecção do índice de governança corporativa das empresas a técnica estatística aplicada foi a análise de componentes principais (ACP), uma vez que esta tem como objetivo agrupar um conjunto de variáveis em um novo conjunto de variáveis de mesma dimensão, o que é chamado de componentes principais. A ACP tem quatro objetivos fundamentais que são: (i) redução estrutural, isto é, identificar a existência de relações entre as variáveis originais para que seja possível formar os fatores que irão retratar a combinação linear destas variáveis; (ii) validade dos constructos, a ACP ou seja, averigua a legitimidade dos constructos inicialmente estabelecidos alocando cada variável original a seu fator; (iii) elaboração de *rankings*, feitos a partir dos fatores e (iv) ausência de multicolinearidade, isto é, a extração de fatores ortogonais para a utilização de técnicas multivariadas confirmatórias pressupõe a ausência de multicolinearidade (FÁVERO e BELFIORE, 2017).

A ACP neste trabalho foi utilizada com dois objetivos, (i) a redução estrutural aplicada nas dimensões de governança corporativa, o resultado desta redução, ou seja, os fatores, foram utilizados para (ii) a elaboração de um *ranking* das empresas em relação a sua governança, ou seja, um índice. Para a formação de ranking a partir da ACP utiliza-se o critério da soma ponderada e ordenamento. Isto é, para cada observação, todos os valores obtidos pelos fatores rotacionados serão somados e ponderados por seus percentuais de variância compartilhada, conforme apresentado na equação 1.

$$\text{Índice} = \sum_{i=1}^m \sum_{k=1}^n VC_k F'_{ki} \quad (1)$$

em que

m = número de observações

F'_{ki} = fator rotacionado

sendo

$$F'_{ki} = \frac{v'_{1k}}{\sqrt{\lambda'^2_k}} ZX_{1i} + \frac{v'_{2k}}{\sqrt{\lambda'^2_k}} ZX_{2i} + \dots + \frac{v'_{kk}}{\sqrt{\lambda'^2_k}} ZX_{ki} \quad (2)$$

em que

v'_{lk} = autovalor rotacionado em que l assume valores de 1 a k

λ'^2_k = autovetor rotacionado da variável k

ZX_{ki} = valor padronizado da i -ésima observação da variável X_k

O valor obtido no índice foi normalizado, isto é, os valores foram colocados no intervalo de 0 a 10 por meio da seguinte expressão:

$$\begin{aligned} & \text{Índice normalizado} & (3) \\ & = \left(\frac{\text{valor do índice} - \text{menor valor da série}}{\text{maior valor do índice} - \text{menor valor do índice}} \right) \text{valor máximo desejado} \end{aligned}$$

A normalização foi feita utilizando toda a série de valores obtidos no índice, isto é, considerou todas as empresas e todos os anos.

3.2 Variáveis analisadas

Os condicionantes de uma boa governança corporativa nas empresas passam pelo cumprimento de alguns princípios de governança por parte destas. Estes condicionantes de governança, neste trabalho, recebem o nome de dimensões de governança corporativa: (i) estrutura de propriedade e controle; (ii) divulgação e transparência das informações; (iii) composição do conselho de administração; (iv) incentivo aos administradores/agentes e (v) direitos dos acionistas.

A (i) estrutura de propriedade e controle é considerada por Silveira (2004) e Thomsen e Pedersen (1997) como um dos principais mecanismos de governança corporativa. Williamsom (1996) pontua que a concentração de propriedade em posse de grandes acionistas faz com estes se interessem pela gestão da empresa, cobrando, assim, mecanismos mais claros de gestão e, conseqüentemente, mecanismos de controle dos administradores. Ademais, o autor afirma que a identidade do acionista pode ser considerada um parâmetro para as prioridades estabelecidas pela empresa. Como exemplo, as empresas estatais seguem, via de regra, diretrizes políticas. Morck, Shleifer e Vishny (1988) complementam ao afirmar que uma maior concentração de propriedade traz ao controlador um cuidado maior em não desvalorizar o preço das ações da empresa, pois isso reduziria sua riqueza. Esta dimensão é representada pelas variáveis apresentadas na Figura 2.

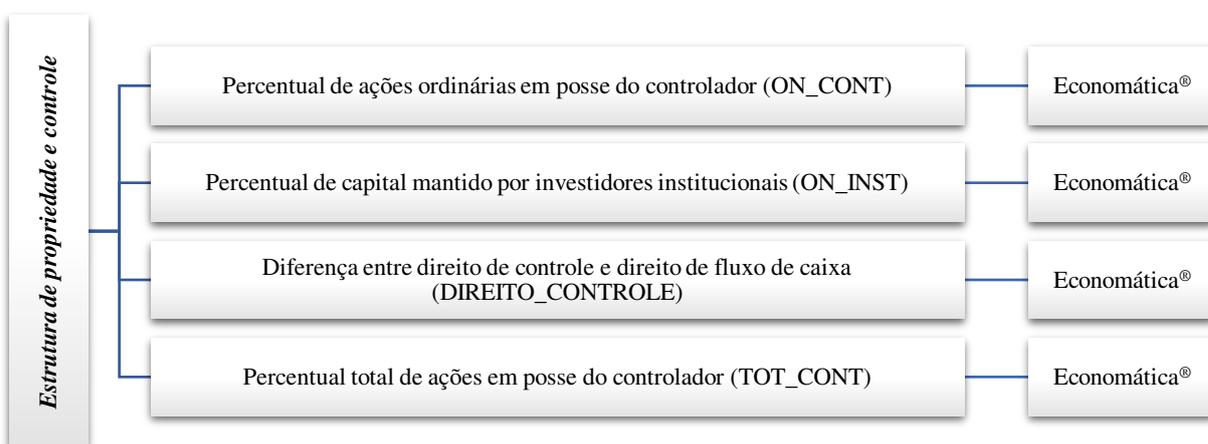


Figura 2. Variáveis de estrutura de propriedade e controle

Fonte: elaborado pelos autores

Já a (ii) divulgação e transparência das informações, representada pela Figura 3, é composta por seis variáveis. Du Plessis, Bagarick e Hargovan (2011) afirmam que a divulgação de informações da empresa é essencial para promover um mercado mais competitivo, pois ela permite que os investidores tenham acesso a informações para a tomada de decisão de seus investimentos. Destaca-se, contudo, que não existe um padrão estabelecido para a periodicidade dessas divulgações e, dessa forma, as empresas devem seguir as legislações vigentes a que estão sujeitas (OECD, 2015).

A variáveis da dimensão (iii) composição do conselho de administração estão representadas na Figura 4. De acordo com OECD (2015), o conselho de administração tem como objetivo garantir que os direitos dos acionistas sejam cumpridos, de tal modo que o conselho deve tratar todos os acionistas de forma justa. Para garantir os direitos dos acionistas o conselho de administração deve monitorar as práticas de governança, intervindo quando necessário e propondo aquelas que considerem adequadas à melhoria da governança da empresa.

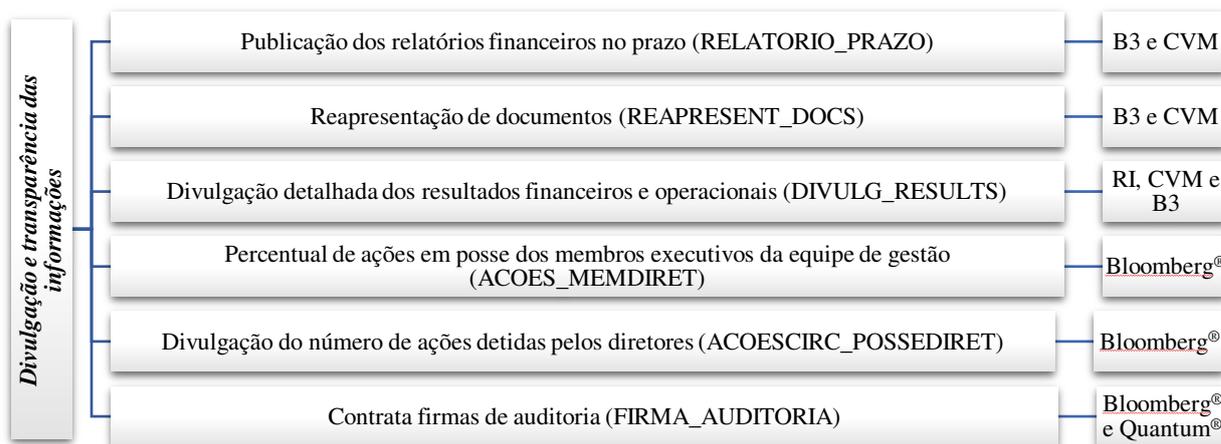


Figura 3. Variáveis divulgação e transparência das informações
 Fonte: elaborado pelos autores

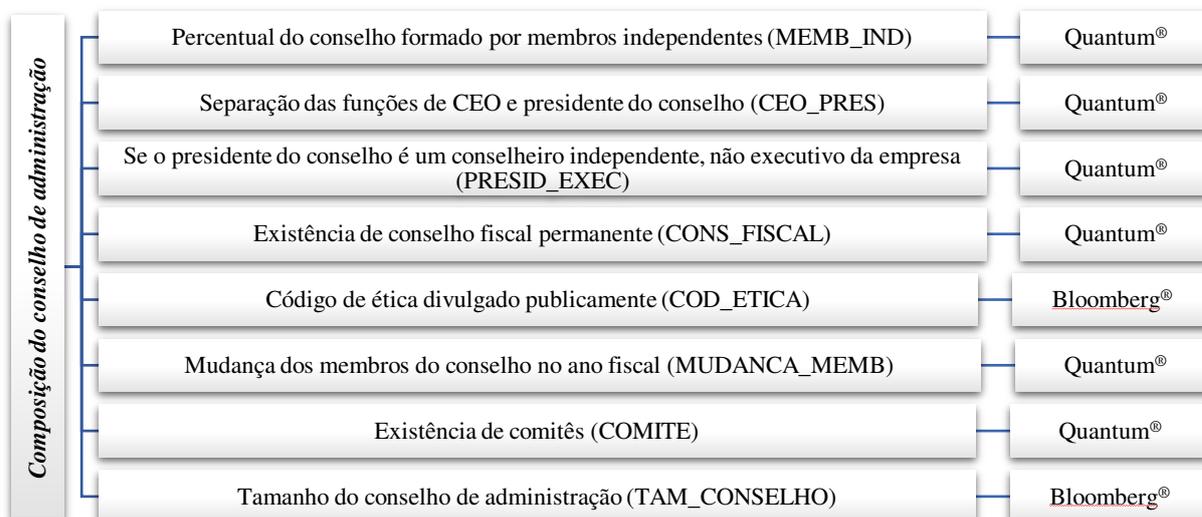


Figura 4. Variáveis composição do conselho de administração
 Fonte: elaborado pelos autores

A dimensão (iv) incentivo aos administradores/agentes, representada pela Figura 5, está pautada na teoria da agência, a qual afirma que um dos mecanismos de controle dos gestores está na sua remuneração. Jensen e Meckling (1976) assinalam que uma das possíveis soluções para os conflitos de interesses entre os gestores e agentes é a remuneração dos agentes.

Os direitos dos acionistas (v), por sua vez, podem ser considerados uma das razões de existência dos mecanismos de governança, posto que garantir o direito dos acionistas deve ser o pano de fundo das tomadas de decisões dos gestores, conforme assevera a teoria da agência. Todavia, como já mencionado, o conflito de interesses entre as partes pode levar os gestores a trabalharem em benefício próprio, sendo necessário estabelecer mecanismos que salvaguardam esses direitos (AL-MALKAWI, PILLAI e BHATTI, 2014; JENSEN e MECKLING, 1976). Esta dimensão e suas variáveis estão na Figura 6.

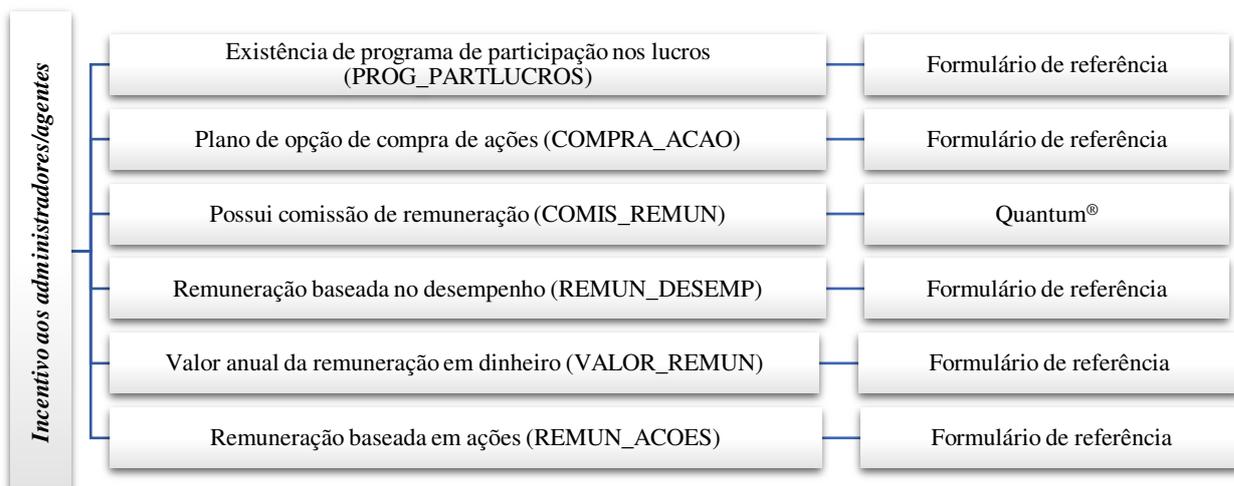


Figura 5. Variáveis incentivo aos administradores/agente
 Fonte: elaborado pelos autores

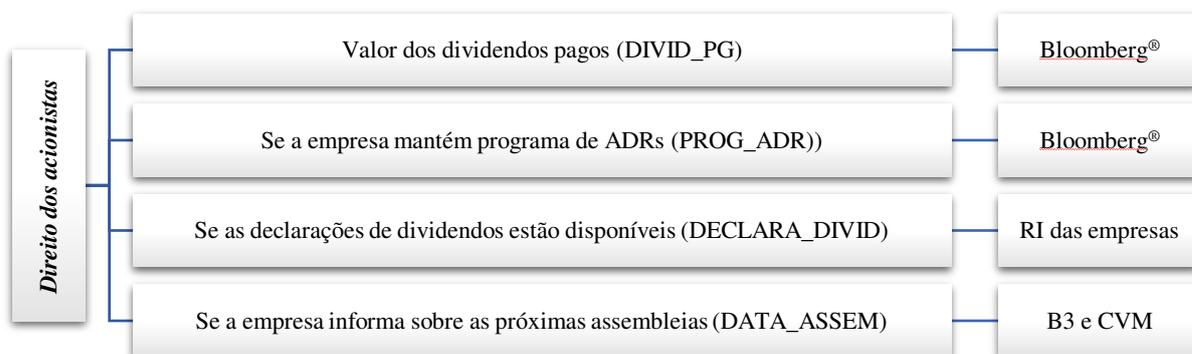


Figura 6. Variáveis incentivo aos administradores/agente
 Fonte: elaborado pelos autores

Para o índice de governança corporativo, os fatores resultantes de cada ACP nas dimensões foram utilizados como entrada para a ACP do índice. Isto pois, cada fator carrega consigo as variáveis que o compõe, como apresentado no Quadro 2.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Os resultados deste trabalho envolvem a utilização da ACP com dois objetivos: a redução estrutural e a formação de um índice. Desta forma a primeira parte foi realizar a ACP em cada uma das dimensões de governança. Cada dimensão apresentou como resultado um conjunto de fatores que foram utilizados para a composição do índice de governança.

A análise de componentes principais para as dimensões considerou, para a redução estrutural, ou seja, para a extração de fatores, o critério de Kaiser em três das dimensões, sendo elas: estrutura de propriedade e controle; divulgação e transparência das informações; e, incentivo aos administradores e agentes. Nas dimensões composição do conselho de administração e direito dos acionistas, o critério de Kaiser foi extrapolado, considerando que os fatores extraídos deveriam representar pelo menos 60% de variância. Os fatores gerados na ACP das dimensões, foram as variáveis utilizadas para a ACP do índice de governança. O Quadro 2 apresenta o número de fatores gerados em cada dimensão, assim como o nome que assumem ao realizar a ACP do índice de governança.

Estabelecidos os novos nomes das variáveis, a ACP foi realizada. Ressalta-se que o número máximo de fatores de uma ACP, será sempre igual ao número de variáveis. Desta forma, como o objeto é a construção de um índice, o critério de Kaiser para a extração de fatores não foi utilizado, sendo o número de variáveis iguais ao número de fatores gerados, isto é, das 15 variáveis utilizadas na ACP, 15 fatores foram gerados.

Quadro 2. Variáveis geradas na ACP das dimensões

Dimensão de governança	Fator gerado na ACP	Novas variáveis
Estrutura de propriedade e controle	<i>Fator 1</i>	Estrut1
	<i>Fator 2</i>	Estrut2
Divulgação e transparência das informações	<i>Fator 1</i>	Divulg1
	<i>Fator 2</i>	Divulg2
	<i>Fator 3</i>	Divulg3
Composição do conselho de administração	<i>Fator 1</i>	Comp1
	<i>Fator 2</i>	Comp2
	<i>Fator 3</i>	Comp3
	<i>Fator 4</i>	Comp4
Incentivo aos administradores	<i>Fator 1</i>	Incent1
	<i>Fator 2</i>	Incent2
	<i>Fator 3</i>	Incent3
Direito dos acionistas	<i>Fator 1</i>	Direit1
	<i>Fator 2</i>	Direit2
	<i>Fator 3</i>	Direit3

Fonte: dados da pesquisa

Após realizados todos os procedimentos necessários à ACP, o índice de governança corporativa, equação 1, pode ser representado conforme equação 4. Inicialmente este índice será chamado de ranking de governança corporativa.

$$\begin{aligned}
 \text{Ranking de GC} &= 0,0684f1 + 0,0681f2 + 0,0669f3 + 0,0669f4 + 0,0669f5 + 0,0669f6 \\
 &+ 0,0668f7 + 0,0668f8 + 0,0668f9 + 0,0668f10 + 0,0667f11 \\
 &+ 0,0667f12 + 0,0667f13 + 0,0664f14 + 0,0621f15
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

Cada um dos 15 fatores foi formado tendo como base as 15 variáveis originais (Quadro 2) as quais são, na realidade, consequência da ACP em cada uma das dimensões. Isso posto e considerando que cada fator é formado pela multiplicação das variáveis originais padronizadas pela razão de seus respectivos autovalores e autovetores (equação 1) foi possível escrever a equação 4 de forma que cada uma das variáveis seja representada na equação e não mais os fatores. Desta forma, o índice de governança corporativa das empresas pode ser representado pela equação 5, a qual é formada pelas vinte oito variáveis originais que representam as cinco dimensões de governança.

(5)

$$\begin{aligned}
\text{Índice de GC} = & 0,0489498z\text{ACOES_MEMDIRET} \\
& + 0,020588z\text{ACOESCIRC_POSSEDIRET} + 0,0535662z\text{CEO_PRES} \\
& + 0,00885133z\text{COD_ETICA} + 0,000371728z\text{COMITE} \\
& + 0,0347171z\text{COMPRA_ACAO} + 0,0204373z\text{COMIS_REMUN} \\
& + 0,041445z\text{CONS_FISCAL} + 0,0521361z\text{DATA_ASSEMBLEIA} \\
& + 0,0597627z\text{DECLARA_DIVID} + 0,0463759z\text{DIREITO_CONTROLE} \\
& + 0,00556663z\text{DIVID_PG} - 0,0421384z\text{DIVULG_RESULTS} \\
& + 0,0266647z\text{FIRMA_AUDITORIA} + 0,0411441z\text{MEMB_IND} \\
& + 0,0577265z\text{MUDANCA_MEMB} + 0,0553268z\text{ON_CONT} \\
& - 0,028519z\text{ON_INST} + 0,0538634z\text{PRESID_EXEC} \\
& + 0,0480196z\text{PROG_ADR} + 0,0386068z\text{PROG_PARTLUCROS} \\
& + 0,0261292z\text{REAPRESENT_DOCS} + 0,0215714z\text{REMUN_ACOES} \\
& + 0,0718003z\text{RELATORIO_PRAZO} + 0,0460235z\text{REMUN_DESEMP} \\
& + 0,0118351z\text{TAM_CONSELHO} + 0,0341268z\text{TOT_CONT} \\
& + 0,0466438z\text{VALOR_REMUN}
\end{aligned}$$

Com o objetivo de melhor visualizar o impacto de cada uma das variáveis no índice, a equação foi normalizada. Dessa forma, foi possível conhecer o percentual de participação de cada uma das variáveis (Tabela 1).

Tabela 1. Equações dos fatores normalizadas em percentuais, Índice de GC

<i>Dimensões</i>	<i>Variáveis</i>	<i>Peso</i>	<i>Sinal</i>
Estrutura de propriedade e controle (EPC)	ON_CONT	5,29%	+
	DIREITO_CONTROLE	4,43%	+
	TOT_CONT	3,26%	+
	ON_INST	2,73%	-
Divulgação e transparência da informação (DTI)	RELATORIO_PRAZO	6,86%	+
	ACOES_MEMDIRET	4,68%	+
	DIVULG_RESULTS	4,03%	-
	FIRMA_AUDITORIA	2,55%	+
	REAPRESENT_DOCS	2,50%	+
	ACOESCIRC_POSSEDIRET	1,97%	+
Composição do conselho de administração (CCA)	MUDANCA_MEMB	5,52%	+
	PRESID_EXEC	5,15%	+
	CEO_PRES	5,12%	+
	CONS_FISCAL	3,96%	+
	MEMB_IND	3,93%	+
	TAM_CONSELHO	1,13%	+
	COD_ETICA	0,85%	+
	COMITE	0,36%	+
Incentivo aos administradores (IA)	VALOR_REMUN	4,46%	+
	REMUN_DESEMP	4,40%	+
	PROG_PARTLUCROS	3,69%	+
	COMPRA_ACAO	3,32%	+
	REMUN_ACOES	2,06%	+
	COMIS_REMUN	1,95%	+
Direito dos acionistas (DA)	DECLARA_DIVID	5,71%	+
	DATA_ASSEMBLEIA	4,98%	+
	PROG_ADR	4,60%	+
	DIVID_PG	0,53%	+

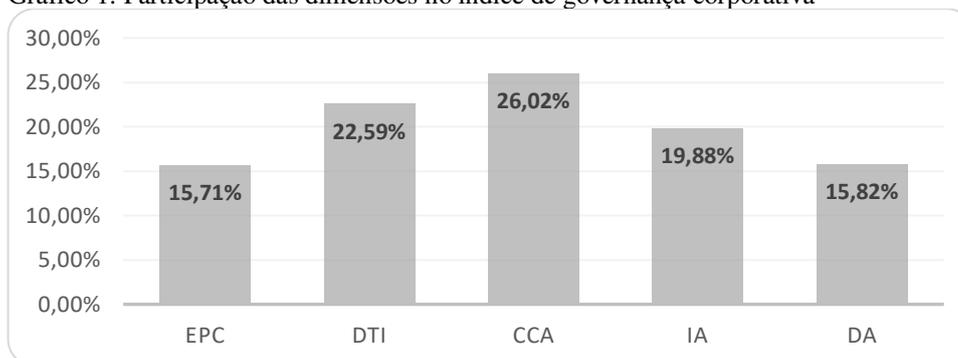
Fonte: resultados da pesquisa

A maioria das variáveis impactou positivamente na formação do índice de governança corporativa. As exceções são as variáveis divulgação detalhada dos resultados (DIVULG_RESULTS) e percentual de ações ordinárias em posse de investidores institucionais (ON_INST). Estes resultados, para o índice de governança corporativa, já eram esperados, uma vez que, na análise de componentes principais de cada dimensão, estas variáveis apresentaram sinais negativos. Contudo, como no índice geral todas as variáveis participam, o peso de cada uma das variáveis não será o mesmo que o objetivo nas dimensões, por exemplo, a DIVULG_RESULTS passou a ter 4,03% de peso.

Três variáveis têm peso menor que 1%, são elas: COD_ETICA, COMITE e DIVID_PG. As duas primeiras pertencem a dimensão composição do conselho de administração e a última à direito dos acionistas. E a variável com maior peso no índice é a que representa a divulgação dos relatórios financeiros no prazo, mostrando a importância da transparência das informações para a governança das empresas.

As variáveis que compõem o índice representam as dimensões de governança corporativa, logo, foi possível conhecer a participação de cada dimensão na composição do índice de governança. Para tanto, os pesos das variáveis de cada dimensão foram somados, o resultado está demonstrado no Gráfico 1.

Gráfico 1. Participação das dimensões no índice de governança corporativa



Fonte: resultados da pesquisa

Os resultados apontam que a dimensão de governança que tem maior peso no índice de governança é a composição do conselho de administração com 26,02% de participação. A composição do conselho de administração é tratada na literatura como um dos fatores condicionantes para uma boa governança das empresas, uma vez que, dentre as competências do conselho de administração está a de garantir que os mecanismos de governança adotados pelas empresas sejam cumpridos. Todavia, a função do conselho não se finda na fiscalização dos mecanismos de governança, isto é, o órgão também influencia nas condições de governança corporativa da empresa, pois pode sugerir normas e processos a serem adotados pelas empresas.

Dentre os modelos de índices de governança corporativa apresentados, Silveira (2004), Silva e Leal (2005) e Correia (2008), o último também pesquisa a composição do conselho de administração e apresenta o percentual de participação da dimensão relacionada ao conselho no índice de governança. A autora conclui que a composição do conselho de administração impacta no índice de governança e dentre as cinco dimensões estudadas a composição do conselho aparece em quarto lugar quando a autora analisa a participação relativa das dimensões no índice de governança corporativa. Diferente dos resultados encontrados por Correia (2008), os resultados desta pesquisa apontam que a composição do conselho foi a dimensão de maior peso. Desta forma o resultado se assemelha aos encontrados por Correia (2008) no que tange a participação da dimensão no índice, contudo se diferem em relação ao peso da dimensão no índice.

Já Silva e Leal (2005) afirmam que o conselho de administração é uma das categorias utilizadas para avaliar a governança das empresas, além disso afirmam que uma das características utilizadas para avaliar o conselho de administração é o seu tamanho, uma vez que quanto maior forem os conselhos de administração, maiores serão as chances de conflito. Isso posto, ressalta-se que Jensen (1993) aponta que um bom tamanho para o conselho de administração é aquele que contém de 7 a 8 membros, em contrapartida, as diretrizes brasileiras do IBGC é que o conselho possua de 5 a 9 membros. Na amostra desta pesquisa o número médio de membros do conselho de administração é 7,68, isto é, dentro que Jensen e o IBGC propõem. Todavia, a variável relacionada ao tamanho do conselho de administração não está estre a variáveis de maior peso na dimensão, seu percentual é de 1,13.

Uma das recomendações da OCDE em relação ao conselho de administração é que o mesmo seja independente, com o objetivo de mitigar possíveis conflitos de interesses de seus membros, garantindo assim que os direitos dos acionistas sejam alcançados. Esta também é uma das recomendações presentes no código de boas práticas do IBGC. Corroborando estas recomendações, duas das variáveis que possuem maior peso na dimensão estão relacionadas a independência do conselho de administração: PRESID_EXEC e CEO_PRES.

Já a segunda dimensão de maior peso no índice é a relacionada a divulgação e transparência da informação (DTI) com 22,59% de participação. Este resultado corrobora com a literatura sobre governança, a qual destaca a transparência das informações como uma das principais qualidades da governança corporativa. A OECD (2005) afirma que os mecanismos de governança são os responsáveis por assegurar a divulgação das informações financeiras da empresa de forma que todos os interessados na empresa tenham acesso a ela. A divulgação e transparência da informação, além de ser reflexo de bons mecanismos de governança, também é vista como um estímulo à competitividade do mercado, como asseveram Du Plessis, Bagarick e Hargovan (2011) em seu trabalho. Resultado que se assemelha aos encontrados por Silveira (2004) na construção de seu índice de governança. Ao analisar as perguntas feitas pelo autor para a construção do índice, percebe-se que aquelas relacionadas a divulgação e transparência da informação apresentam maiores percentuais de respostas positivas. Ratificando também os resultados encontrados por Correia (2008), no qual a transparência das informações publicadas é a dimensão de maior participação no índice.

A dimensão de incentivo aos administradores (IA) ocupa o terceiro lugar dentre as dimensões que compõem o índice, com 19,88% de participação. O incentivo aos administradores é visto como uma forma de garantir e bonificar os gestores de forma que estes trabalhem em função dos interesses da empresa conseguindo assim melhorar a eficiência da empresa como encontrado nos resultados do trabalho de Sonza e Kloeckner (2014). Tanto que dentre as variáveis desta dimensão a que apresenta menor percentual de participação é a que não está diretamente relacionada a remuneração dos administradores (COMIS_REMUN com 1,95%).

Como já mencionado, os trabalhos de Silveira (2004) e Silva e Leal (2005), utilizam questões binárias para a composição de seus índices de governança, todavia, não existem perguntas relacionadas ao incentivo dos administradores. Já o trabalho de Correia (2008) tem uma dimensão que aborda sobre os incentivos aos administradores. Tanto os resultados de Correia (2008) como os resultados desta pesquisa classificam a dimensão de incentivo aos administradores em terceiro lugar na participação do índice de governança.

As dimensões direito dos acionistas e estrutura de propriedade e controle têm participação similar na composição do índice. A primeira, em quarta colocação com 15,82% e a segunda em último lugar com 15,71%. A garantia do direito dos acionistas pode ser considerada uma das razões para a existência dos mecanismos de governança. Posto que, uma das pautas sobre a temática de governança, desde os trabalhos de Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) é a solução de conflitos entre agentes e proprietários para que os agentes trabalhem garantindo os

interesses dos proprietários. Prova disto é que dentre as diretrizes de governança estabelecidas por diversos códigos de governança, como o do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o *ASX Corporate Governance Council*, princípios de governança da OCDE e o da *Securities and Exchange Commission* (SEC), destacam que o interesse dos acionistas, principalmente os minoritários, devem ser garantidos por meio dos mecanismos de agência.

Assim como na dimensão de divulgação e transparência da informação, o trabalho de Silveira (2004), tem um grande percentual de respostas positivas para o direito dos acionistas, até mesmo percentuais maiores. O direito dos acionistas, surge no trabalho de Correia (2008) como proteção dos acionistas minoritários e ocupa o segundo lugar dentre os pesos de formação do índice de governança, diferindo dos resultados encontrados neste trabalho.

Este resultado corrobora os resultados encontrados por Correia (2008) que também conclui que a estrutura de propriedade e controle tem a menor participação no índice de governança. Divergindo dos resultados encontrados por Silveira (2004), uma vez que os resultados do autor apontam para uma relação de maior sensibilidade entre governança e estrutura de propriedade das empresas, isto é, a estrutura de propriedade influencia positivamente e de forma relevante na governança das empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta deste trabalho foi desenvolver um índice de governança corporativa para as empresas do mercado acionário brasileiro, tendo como parâmetro os princípios governança corporativa. Foram estabelecidas cinco dimensões de governança corporativa com a finalidade de representar os princípios de governança corporativa presentes nas empresas, são elas: : (i) estrutura de propriedade e controle; (ii) divulgação e transparência das informações; (iii) composição do conselho de administração; (iv) incentivo aos administradores/agentes e (v) direitos dos acionistas. Cada uma das dimensões foi formada por um conjunto de variáveis que representasse a prática do princípio de governança na empresa.

A construção do índice considerou todas as variáveis das dimensões de governança desta forma foi possível identificar que a variável de maior peso na construção do índice foi a publicação de relatórios no prazo com 6,86% de participação, seguida pela variável que representa se a empresa disponibiliza as declarações de dividendos com 5,71%. Já a variável com menor participação no índice foi a existência de comitês nas empresas, como, por exemplo, comitês de remuneração e auditoria, com 0,36% de participação. Mesmo a variável com maior participação sendo da dimensão divulgação e transparência da informação, esta não foi a dimensão com maior participação no índice e sim a segunda.

Os resultados apontaram que a dimensão e governança com maior peso no índice foi a composição do conselho de administração. Este é o órgão responsável por garantir o direcionamento estratégico da empresa, visando sempre à garantia dos interesses dos seus acionistas. Portanto, ele pode fiscalizar e propor as condutas de governança corporativa. Todavia esse resultado difere um pouco dos resultados encontrados em outros trabalhos, como, por exemplo o trabalho de Correia (2008). É interessante destacar que nenhuma dimensão apresentou participação na composição do índice de forma discrepante.

Assim, pode-se concluir que o objetivo do trabalho foi alcançado, sendo possível a construção de um índice de governança corporativa pautado nos princípios de governança. Como sugestão de pesquisas futuras, propõem-se a inclusão de novas variáveis e testar a presença de cada variável nas dimensões de governança; comparar os resultados encontrados com variáveis do mercado financeiro; influencia dos eventos do mercado acionário na governança das empresas. Sugere-se também a validação do índice nos anos seguintes ao da pesquisa. Ademais, propõe-se pesquisar as características e vantagens da governança corporativa das empresas considerando a perspectiva dos stakeholders, se distanciando um pouco da perspectiva dos acionistas, uma vez que esta é a mais estudada.

Outrossim, cabe verificar a relação do índice de governança com o desempenho econômico-financeiro das empresas considerando variáveis financeiras, como o retorno sobre o investimento, *cash flow return on investimento (CFROI)* e *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (EBITDA)*. Até mesmo considerar os resultados financeiros da empresa com defasagem para verificar o impacto da governança nos resultados de anos posteriores a adoção das práticas de governança.

REFERÊNCIAS

- Al-Malkawi, H-A. N.; Pillai, R.; Bhatti, M. I. Corporate governance practices in emerging markets: the case of GCC countries. **Economic Modelling**, 38, 133–14, 2014.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.
- BERNADINO, F. F. M.; PEIXOTO, F. M.; NASCIMENTO, R. Governança corporativa e o valor da firma: um estudo brasileiro de empresas do setor elétrico. **RECADM**, v. 13, n. 2, Mai./Ago. 2014.
- BESANKO, D; DRANOVE, D. SHANLEY, M.; SHAEFER, S. **A economia da estratégia**. Porto Alegre. Bookman, 2006.
- BLAIR, M. M. For whom should corporations be run? An economic rationale for stakeholder management. **Long Range Planning**, v. 31, 1998.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v.11, n.1, p. 96, Jan.-Mar. 2014 p. 96
- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B.B., Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review** (2012), doi:10.1016/j.ememar.2012.03.002
- COASE, R. H. The nature of the firm, **Economica**, v.4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- CORREIA, L. F. **Um índice de governança para o Brasil** (Tese). Universidade Federal de Minas Gerais, 2008.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 22, n.55, p. 45-63, jan./fev./mar./abr. 2011.
- DU PLESSIS, J. J.; BAGARICK, M.; HARGOVAN, A. **Principles of contemporary corporate governance**. Cambridge University Press, 2011.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. Agency Problems and Residual Claims. **Journal of Law and Economics**, 26, 327–349, 1983.
- FÁVERO; L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados**. 1. ed., Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.
- IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. <http://www.ibgc.org.br/>. Acesso em: 30/01/2017
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, 76 (2), 323-329, 1986.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 3, 305–360, 1976.
- JENSEN, M. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, vol. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- MACHADO, J. H.; FAMÁ, R. Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.8, n°16, p. 89-110, jul./dez., 2011
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, 20, p. 293-315, 1988.
- OECD. **G20/OECD Principles of corporate governance**, OECD Publishing, Paris, 2015.

- OLIVEIRA NETO, J. C. C.; MEDEIROS, O. B.; QUEIROZ, T. B. Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: lead-lag entre o IGC e o IBrX. **Revista Brasileira de Finanças**, vol 10, n. 1, pp. 149-172, 2012.
- ROCHA, I.; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção sobre teoria da agência e assimetria da informação. **REGE**, v. 19, n. 2, p. 327-340, 2012.
- ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. (6a ed.). São Paulo: Atlas, 2012.
- SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, 3, 1–18, 2005.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil** (Tese). Universidade de São Paulo, 2004.
- SMITH, C. Option pricing: a review. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 1/2, p. 3-52, 1976.
- SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. A governança corporativa influencia a eficiência das empresas brasileiras? **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 25, n. 65, p. 145-160, maio/jun./jul./ago. 2014
- THOMSEN, S., PEDERSEN, T., **An empirical test of the corporate life cycle**. Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business School, 1997.
- WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, 43, 567–591, 1988.
- WILLIAMSON, O. E. Corporate Governance. **Yale Law Journal**, 93, 1197–1230, 1984.
- WILLIAMSON, O. E. Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange. **The American Economic Review**, 73, 519–540, 1983.
- WILLIAMSON, O. E., **The mechanisms of governance**. Oxford University Press, 1996.