

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

FILIPPE JOSÉ DAL'BÓ DE ANDRADE

A NATUREZA DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

SÃO PAULO

2016

FILIPÉ JOSÉ DAL'BÓ DE ANDRADE

A NATUREZA DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento:

Mercados Financeiros e Finanças Corporativas

SÃO PAULO

2016

Andrade, Filipe José Dal'Bó de.

A NATUREZA DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL / Filipe José Dal'Bó de Andrade. - 2016.

25 f.

Orientador: Antonio Gledson de Carvalho

Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Administração de empresas - Brasil. 2. Governança corporativa. 3. Governança corporativa - Indicadores. 4. Acionistas minoritários - Brasil. I. Carvalho, Antonio Gledson de. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 658(81)

FILIFE JOSÉ DAL'BÓ DE ANDRADE

A NATUREZA DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento:

Finanças Corporativas

Orientador:

Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho

Data da Aprovação:

___ / ___ / _____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho

FGV-EAESP

Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

FGV-EAESP

Prof. Dr. Joelson de Oliveira Sampaio

FECAP

AGRADECIMENTOS

Meus sinceros agradecimentos,

ao Prof. Antonio Gledson de Carvalho, pela orientação, conhecimento e todo apoio ao longo do curso do mestrado,

aos membros da banca, Prof. Paulo Renato Soares Terra e Prof. Joelson de Oliveira Sampaio, pelas contribuições à esta dissertação,

a todos os professores da EAESP-FGV, pela dedicação e todo o conhecimento transmitido ao longo do programa,

aos colegas da do programa de pós-graduação da EAESP-FGV, em especial aqueles que comigo compartilharam a sala de aula,

aos amigos do GVcult, pelos ótimos momento de descontração,

aos membros da Matriz, pela amizade e companheirismo no convívio diário,

a minha família, em especial aos meus pais, Eli e Brito, meu irmão Vinícius e minha avó Geralda, por todo apoio, força e amor.

RESUMO

Este estudo traça a evolução das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras entre os anos de 2010 e 2014 e investiga elementos operacionais e mercadológicos que precedem as decisões das empresas em adotarem melhores ou piores práticas. Para isso, foram levantados dados de fontes primárias que deram origem ao Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC), composto por quatro sub elementos: Estrutura do Conselho de Administração; Procedimentos do Conselho de Administração; Direito dos Acionistas Minoritários e; Transparência. Os resultados evidenciam uma constante evolução nas práticas de governança corporativa das empresas ao longo do tempo. Há evidências de que as companhias reconhecem os benefícios de adotarem boas práticas, uma vez que se observa uma evolução de maior amplitude entre as empresas dos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais. Neste período a maior evolução acontece nas práticas relativas a Estrutura e Procedimentos do Conselho. Entre os elementos operacionais e mercadológicos, destaca-se que empresas mais lucrativas procuram adotar melhores práticas de governança e melhores práticas relacionadas a Transparência nas suas informações. Empresas listadas nos segmentos Nível 1 e Tradicional, onde há maior tangibilidade de suas operações, apresentam melhores práticas relacionadas a Estrutura e Procedimentos do Conselho. Um maior risco das ações leva estas empresas a adotarem melhores práticas relacionadas aos Direitos dos Acionistas Minoritários.

Palavras-chave: governança corporativa; mercado brasileiro; evolução; predecessores.

ABSTRACT

This study describes the evolution of corporate governance practices in Brazilian firms between 2010 and 2014 and investigates market and operational elements that predict firms' decisions in adopting best or worst practices. Thereunto, data were collected from primary sources and then were used to generate the Corporate Governance Quality Index (CGQI), composed by four elements: Board Structure; Board Procedure; Minority Shareholder Rights and; Disclosure. Results show a constant evolution in the corporate governance practices over time. There is evidence that the firms recognize the benefits of adopting good practices, as one observes greater evolution amplitude between firms of Novo Mercado, Level 1 and Bovespa Mais segments. The greater evolution occurs in the practices related to the Board Structure and Procedure. Between the market and operational elements, highlights that the most profitable firms look to adopting better practices of corporate governance and better practices of Disclosure in their informations. Firms listed in the Level 1 and Traditional segments, where there is greater tangibility in its operations, shows better practices related to the Board Structure and Procedure. Riskier firms adopt better practices related to the Minority Shareholder Rights.

Key-words: corporate governance; Brazilian market; evolution; predecessors.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Tabelas

Tabela 1.	Descrição da Amostra.....	04
Tabela 2.	Descrição dos elementos de cada dimensão.....	07
Tabela 3.	Evolução do IQGC.....	09
Tabela 4.	Evolução dos sub índices do IQGC por segmento.....	10
Tabela 5.	Comparação entre NM&N2&BOV+ e N1&TRAD.....	11
Tabela 6.	Definição e descrição das principais variáveis.....	14
Tabela 7.	Correlação entre as variáveis selecionadas.....	15
Tabela 8.	Fatores que predizem o IQGC.....	16
Tabela 9.	Fatores que predizem o índice de Estrutura do Conselho.....	17
Tabela 10.	Fatores que predizem o índice de Procedimentos do Conselho.....	18
Tabela 11.	Fatores que predizem o índice de Direito dos Acionistas Minoritários..	19
Tabela 12.	Fatores que predizem o índice de Transparência.....	20

Figuras

Figura 1.	Evolução do IQGC.....	08
------------------	-----------------------	----

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	01
2. ALGUNS ESTUDOS RELACIONADOS.....	02
3. ÍNDICE DE QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	03
3.1. Dimensões do índice.....	05
4. EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL.....	04
4.1. Natureza das mudanças.....	12
5. ORIGEM DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	13
5.1. Especificações Econométricas.....	13
5.2. Discussão dos Resultados.....	15
5.2.1. <i>Risco</i>	21
5.2.2. <i>Tamanho</i>	21
5.2.3. <i>Endividamento</i>	21
5.2.4. <i>Crescimento</i>	21
5.2.5. <i>Tangibilidade</i>	22
5.2.6. <i>Lucratividade</i>	22
5.2.7. <i>Liquidez</i>	23
6. CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES.....	23
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	24

1. INTRODUÇÃO

Este estudo contribui de duas formas com a literatura de mercados emergentes. Primeiramente, traça a evolução recente da governança corporativa praticada pelas empresas brasileiras. Em seguida, investiga elementos operacionais e mercadológicos que precedem as decisões destas empresas em adotarem melhores ou piores práticas de governança corporativa no país. Para isso, foi elaborada uma extensa coleta de dados primários, dando origem ao Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC), dividido em quatro sub índices: Estrutura do Conselho; Procedimentos do Conselho; Direito dos Acionistas Minoritários e Transparência.

Nas últimas décadas, a economia do Brasil passou por grandes transformações devido a abertura econômica vivenciada a partir dos anos 90, uma maior estabilidade macroeconômica e maiores níveis de *investment grade* do governo e de empresas (BLACK et al., 2014). Atraindo o interesse de investidores estrangeiros, sobretudo institucionais, e possibilitando a emissão de títulos no mercado internacional por meio de *American Depositary Receipt* (ADR's). No ano de 2000, inspirado no bem sucedido *Neuer Markt* alemão, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) criou os segmentos especiais de listagem, estimulando empresas a praticarem melhores práticas de governança (CARVALHO, 2002). Isso tornou o Brasil um campo interessante para o desenvolvimento de pesquisas que visam identificar o papel da governança corporativa no desenvolvimento do mercado de capitais.

Para tanto, duas abordagens são tradicionalmente utilizadas. A primeira, a nível de país, estuda a qualidade da governança corporativa praticada no Brasil em perspectiva com outros países. Atributos como o nível de proteção legal do ambiente, cultura, infraestrutura e o grau de desenvolvimento macroeconômico assumem papéis determinísticos na qualidade da governança corporativa praticada pelas empresas (LA PORTA et al., 1998; NENOVA, 2003). A segunda, a nível de empresa, particularmente se relaciona com o presente estudo e procura entender como e por quê as práticas se diferenciam entre as empresas participantes de um mesmo mercado. Nesta abordagem, traça-se um paralelo entre as decisões de governança das empresas e suas características individuais, como a concentração de controle, risco das ações e políticas de dividendos (VALADARES; LEAL, 2000; LEAL et al., 2002; CARVALHAL-DASILVA, 2004; BLACK et al., 2014).

Os resultados agregados evidenciam uma constante evolução nas práticas de governança corporativa entre os anos de 2010 e 2014, sobretudo nas práticas relacionadas aos Procedimentos e Estrutura do Conselho de Administração. Uma maior amplitude acontece nas empresas participantes dos segmentos

de listagem Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais (NM&N2&BOV+), indicando que as empresas reconhecem as vantagens em adotar melhores práticas. Os elementos que precedem a adoção de melhores ou piores práticas são diversos, difíceis de serem identificados e estão relacionados com o tamanho e com segmento de listagem que as empresas participam. Alguns resultados podem ser destacados: empresas mais lucrativas adotam melhores práticas de governança corporativa; empresas do NM&N2&BOV+ e empresas grandes, onde há maior grau de tangibilidade de suas operações, apresentam melhores práticas relacionadas a Estrutura do Conselho e Procedimentos do Conselho, respectivamente; empresas mais arriscadas que participam dos segmentos Nível 1 e Tradicional (N1&TRAD) adotam melhores práticas relacionadas aos Direitos dos Acionistas Minoritários e; empresas mais lucrativas adotam melhores práticas relacionadas a Transparência.

Na próxima seção são apresentados alguns estudos relacionados. Na seção 3 discorre-se sobre os procedimentos utilizados na elaboração do IQGC. Na seção 4 é descrita a evolução do IQGC e seus sub índices ao longo dos anos de 2010 e 2014. Na seção 5 são investigados os elementos que precedem a adoção das práticas de governança corporativa e na seção 6 são tecidas as principais conclusões e comentários.

2. ALGUNS ESTUDOS RELACIONADOS

No Brasil, a maioria dos trabalhos empíricos utilizam medidas de qualidade da governança corporativa para relacionar com o comportamento das empresas, por exemplo, quanto ao grau de alavancagem (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SILVEIRA et al., 2008) e valor de mercado (CARVALHAL-DA-SILVA; LEAL, 2005; BLACK et al., 2010). Apenas em Silveira et al. (2009) a qualidade de governança corporativa é tratada como variável explicada, no caso, pela estrutura de propriedade, isolando-se o efeito do controle do direito dos fluxos de caixa. Suas análises apontam uma relação negativa entre a concentração do direito a voto e a presença de blocos familiares de controle com as práticas de governança corporativa e uma relação positiva com a presença de blocos não familiares. Esta abordagem foi anteriormente utilizada fora do Brasil por Black et al. (2006a) para identificar os determinantes da governança corporativa das empresas sul-coreanas. No estudo, os autores encontram que fatores relacionados ao setor, tamanho dos ativos, risco de mercado, lucratividade e necessidades de financiamento de longo prazo são importantes predecessores da qualidade da governança corporativa das empresas pequenas, cujo capital é menor que 2 trilhões de *wones*.

Outros trabalhos se propuseram a entender os direcionadores da governança corporativa através de diferentes países. Utilizando dados de 24 países, Durnev e Kim (2005), encontram que governança corporativa e transparência são positivamente relacionadas com oportunidades de crescimento, necessidades de financiamento externo e concentração de fluxos de caixa. Esta relação é ainda mais forte em países onde há baixa proteção legal de acordo com as métricas de La Porta et al. (1998). Klapper e Love (2004), utilizando dados de 14 países em desenvolvimento, associados a baixos níveis de proteção legal e eficiência judiciária, identificam que variáveis como tamanho, crescimento médio e intensidade de capital são determinantes da qualidade da governança corporativa a nível de empresa. Da mesma forma, empresas com boas oportunidades futuras de crescimento, uma vez que boas práticas de governança corporativa reduzem os custos de acessar o capital externo. Para Doidge et al. (2004) a decisão das empresas em melhorar a qualidade da governança corporativa está relacionada a custos e benefícios associados ao nível de proteção legal garantida pelos países. Estes custos e benefícios estão relacionados a questões de infraestrutura e política. Segundo os autores, a globalização e a busca por capital no mercado internacional fazem com que os aspectos específicos de cada país assumam um papel de segunda ordem nos determinantes da qualidade da governança corporativa praticada pelas companhias. Entretanto, oportunidades de investimento, tamanho dos ativos e concentração de propriedade são variáveis que explicam apenas uma pequena porção dos níveis de governança corporativa das empresas. Contrariando, em parte, os resultados de Klapper e Love (2004) e Durnev e Kim (2005).

3. ÍNDICE DE QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

O índice proposto para este trabalho baseia-se no Índice Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) proposto por Black et al. (2014). Aqui nomeado de Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC), contempla informações primárias sobre a qualidade da governança corporativa praticada pelas empresas listadas na Bovespa dos anos de 2010 a 2014. O IQGC é composto por 25 elementos relacionados aos seus aspectos de governança corporativa, divididos em 4 dimensões, ou sub índices: Estrutura do Conselho (7 elementos), Procedimentos do Conselho (4 elementos), Direitos dos Acionistas Minoritários (5 elementos) e Transparência (9 elementos). A dimensão relacionada a estrutura do conselho é composta por duas sub dimensões, uma relacionada a Independência do Conselho (4 elementos) e outra relacionada com os Comitês Fiscal e de Auditoria (3 elementos). O detalhamento de cada um dos elementos que compõem o IQGC pode ser visto na tabela 2.

Todos os elementos assumem valores binários em cada empresa: 1, caso a empresa preencher os critérios de boa governança previstos pelo elemento e 0, caso contrário. O IQGC é composto de forma

Tabela 1. Descrição da amostra

Número total de empresas e capitalização de mercado das empresas que compõem o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC). A capitalização de mercado e o número de empresas são mensurados a partir do último dia do ano.

Painel A.

Número de Empresas	Tradicional	Nível 1	Nível 2	NM&BOV+
<i>2010</i>				
Empresas Listadas	304	37	18	112
Amostra	113	16	11	78
Porcentagem	37%	43%	61%	70%
<i>2011</i>				
Empresas Listadas	284	38	19	125
Amostra	106	19	12	81
Porcentagem	37%	50%	63%	65%
<i>2012</i>				
Empresas Listadas	274	33	18	129
Amostra	106	18	11	83
Porcentagem	39%	55%	61%	64%
<i>2013</i>				
Empresas Listadas	267	32	21	141
Amostra	104	18	12	86
Porcentagem	39%	56%	57%	61%
<i>2014</i>				
Empresas Listadas	275	31	22	134
Amostra	104	17	13	84
Porcentagem	38%	55%	59%	63%

Painel B.

Capitalização de Mercado (R\$ milhões)	Tradicional	Nível 1	Nível 2	NM&BOV+
<i>2010</i>				
Empresas Listadas	882.664	852.218	143.573	690.952
Amostra	541.167	701.945	65.488	586.868
Porcentagem	61%	82%	46%	85%
<i>2011</i>				
Empresas Listadas	806.134	701.336	114.858	663.082
Amostra	557.07	512.587	60.005	571.633
Porcentagem	69%	73%	52%	86%
<i>2012</i>				
Empresas Listadas	851.883	764.279	117.023	791.108
Amostra	655.829	491.128	59.384	652.04
Porcentagem	77%	64%	51%	82%
<i>2013</i>				
Empresas Listadas	788.797	723.395	116.895	819.798
Amostra	588.126	423.565	55.131	610.563
Porcentagem	75%	59%	47%	74%
<i>2014</i>				
Empresas Listadas	686.607	748.064	116.620	651.707
Amostra	503.508	277.003	62.256	582.627
Porcentagem	73%	37%	53%	89%

que varie entre 0 e 1, e cada uma das quatro dimensões possua o mesmo peso em sua composição (0 ~ 0.25). Para compor o índice de determinada dimensão, primeiramente é somado todos os elementos não nulos da dimensão. Em seguida, divide-se pela maior pontuação alcançada por uma empresa naquele elemento, naquele ano. O índice de uma dimensão no respectivo ano é composto pela média dos pontos de todas as empresas no ano. Assim, para compor a pontuação no índice de Transparência de uma determinada empresa em determinado ano, somou-se os valores atribuídos aos nove elementos do índice e dividiu-se esta pontuação por 9 (maior pontuação alcançada por uma empresa no índice no ano). A média dos pontos de todas as empresas naquele ano compõe o Índice de Transparência contido na tabela 4. Para a composição final do IQGC (tabela 3), por sua vez, primeiro multiplicou-se por 0.25 os índices de cada dimensão e, em seguida, foi feita a soma dos índices de cada uma das quatro dimensões, de forma com que o valor máximo possível de ser alcançado pelo IQGC seja 1.

O detalhamento amostral das empresas que compõem o IQGC pode ser visto na tabela 1.

3.1. Dimensões do índice

Estrutura do conselho: em teoria, o conselho é uma instituição econômica que reduz os problemas de agência inerentes as organizações. Existe uma extensa literatura apontando que sua estrutura está relacionada com melhores decisões de sobre aquisições, compensação de executivos, rotatividade dos CEO (HERMALIN; WEISBACH, 2003), performance e valor de mercado (HOSSAIN et al., 2001; DAHYA et al., 2008). Os comitês de auditoria, por sua vez, preveem maior integridade e qualidade das informações disponíveis ao mercado (KLEIN, 2002). Particularmente no Brasil, os comitês de auditoria muitas vezes são substituídos pela figura do conselho fiscal (BLACK et al., 2010).

Procedimentos do conselho: os procedimentos do conselho é um componente comum dos índices de governança corporativa encontrados na literatura (BHAGAT et al., 2008). Esta dimensão procura avaliar os sistemas de avaliação da diretoria executiva, a presença de código de ética e regimentos internos do conselho de administração.

Direitos dos acionistas minoritários: há evidências que no Brasil os direitos de retiradas são importantes instrumentos de proteção aos acionistas minoritários (NENOVA, 2003). Nesta dimensão são extraídos 5 elementos englobando, por exemplo, o valor pago pelas ações dos acionistas em caso de venda controle (*tag along*). Também são consideradas a quantidade de ações em livre circulação (*freefloat*) e se as disputas entre os acionistas acontecem em ambientes de câmara de arbitragem.

Transparência: em linha com a teoria da sinalização, as pesquisas anteriores evidenciam que o grau de transparência está associado diretamente com a avaliação feita pelo mercado (KLAPPER; LOVE, 2004; DURNEV; KIM, 2005; BLACK et al., 2014). Esta dimensão extrai, entre outros elementos, a disponibilização de demonstrações financeiras em inglês, a presença de relatórios estruturados administração, transparência nas transações onde há potencial conflito de interesses, bem como se há conflito de interesses nos serviços prestados pelas empresas de auditoria.

Diferentemente de Black et al. (2014), que utilizou como metodologia de coleta de informações questionários enviados para cada uma das empresas, neste trabalho o índice foi composto a partir de fontes publicamente disponíveis. A principal fonte de informação são os Formulários de Referência exigidos pela Comissão de Valores Mobiliários a partir da instrução CVM nº480, que reúnem em um mesmo documento todas as informações relevantes do emissor, como atividade, administração, dados financeiros, comentários dos administradores, entre outras. Dessa forma, eliminando possíveis vieses de resposta por parte das empresas. Outra fonte de informação para a composição do IQGC foram os websites das empresas, sobretudo para a coleta das informações para a composição do índice de Transparência.

Outras alterações foram feitas em relação ao índice proposto em Black et al. (2014). Não está presente no IQGC a dimensão Transação com Partes Relacionadas (4 elementos), pois não há nos Formulários de Referência informações suficientes para a sua composição. Na dimensão de Procedimentos do Conselho de Administração, dois elementos foram excluídos por falta de informações: “A companhia teve mais que 4 reuniões físicas no último ano” e “O conselho recebe materiais antes das reuniões”. É o mesmo caso de dois elementos excluídos da dimensão de Direito dos Acionistas Minoritários: “Os acionistas minoritários elegem diretores” e “*Frezout* oferecido aos acionistas minoritários é baseado no valor legal”. A dimensão de Transparência do IQGC também não conta com dois elementos originais. O primeiro, “A administração tem reuniões regulares com especialistas” não entrou na composição por não haver informações suficientes nos Formulários de Referência. O segundo, “Demonstrativos Financeiros estão em IAS ou IFRS” não entrou na composição pois, a partir de 2010 encerrou-se o prazo de adaptação à lei 11.638/07 e todas as empresas passaram a publicar seus demonstrativos financeiros de acordo com normas internacionais de contabilidade.

Tabela 2. Descrição dos elementos de cada dimensão

Os índices, seus elementos e a média de cada elemento para os anos de 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014. Os valores dos elementos são calculados pela média de todas as empresas. Todos os elementos variam entre 0 e 1.

Dimensões		2010	2011	2012	2013	2014
Dimensão de Estrutura do Conselho						
<i>Sub Dimensão de Independência do Conselho</i>						
Bdln1	O conselho inclui um ou mais diretores independentes	0.42	0.46	0.52	0.58	0.57
Bdln2	O conselho tem pelo menos 30% de seus diretores independentes	0.16	0.27	0.23	0.30	0.30
Bdln3	O conselho tem pelo menos 50% de seus diretores independentes	0.06	0.05	0.09	0.12	0.12
Bdln4	O CEO não é o presidente do conselho	0.70	0.74	0.81	0.83	0.85
<i>Sub Dimensão de Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal</i>						
BdCm1	Existe comitê de auditoria	0.25	0.27	0.27	0.30	0.33
BdCm2	Existe conselho fiscal permanente ou não permanente	0.74	0.75	0.76	0.79	0.60
BdCm3	A companhia tem um conselho fiscal ou um comitê de auditoria que inclui representante dos acionistas minoritários	0.43	0.53	0.54	0.58	0.60
Dimensão de Procedimentos do Conselho						
Pr1	A companhia tem um sistema de avaliação da performance do CEO	0.42	0.56	0.64	0.56	0.60
Pr2	A companhia tem um sistema para avaliar outros executivos	0.30	0.34	0.38	0.37	0.37
Pr3	A companhia tem código de ética	0.42	0.50	0.68	0.37	0.75
Pr4	Há regras específicas que regem o conselho	0.43	0.60	0.68	0.72	0.76
Dimensão de Direitos dos Acionistas Minoritários						
Sh1	Há eleições anuais para todos os conselheiros	0.22	0.20	0.20	0.25	0.27
Sh2	<i>Tag along</i> na venda do controle excede o mínimo legal	0.43	0.49	0.51	0.55	0.59
Sh3	Disputas entre acionistas são submetidas a arbitragem	0.52	0.56	0.57	0.58	0.57
Sh4	A empresa não possui capital autorizado ou fornece direitos de preferência	0.60	0.66	0.61	0.69	0.70
Sh5	Free float \geq 25 % of total shares	0.62	0.61	0.57	0.83	0.79
Dimensão de Transparência						
Di1	As transações com partes relacionadas são transparentes aos acionistas	0.62	0.67	0.73	0.72	0.68
Di2	A firma disponibiliza a agenda anual de eventos	0.62	0.68	0.70	0.67	0.67
Di3	Há demonstrações financeiras em idioma inglês	0.49	0.54	0.55	0.57	0.67
Di4	As demonstrações financeiras incluem Demonstração do Fluxo de Caixa	0.94	1.00	1.00	0.99	0.95
Di5	As demonstrações financeiras são consolidadas trimestralmente	0.82	0.93	0.95	0.79	0.79
Di6	As demonstrações financeiras incluem Análise e Discussão da Administração sobre a Situação Financeira e Resultados Operacionais (MD&M)	0.72	0.79	0.85	0.91	0.98
Di7	As demonstrações financeiras anuais estão disponíveis no website	0.85	0.90	0.92	0.82	0.81
Di8	As demonstrações financeiras trimestrais estão disponíveis no website	0.83	0.91	0.92	0.86	0.87
Di9	O auditor não oferece serviços diferentes de auditoria	0.71	0.70	0.71	0.74	0.84

4. EVOLUÇÃO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A figura 1 fornece a evolução no IQGC entre os anos de 2010 e 2014. Observa-se que a qualidade da governança corporativa praticada pelas empresas brasileiras, mensuradas pelo índice, evoluiu ao longo do período analisado. A média do IQGC em 2010 foi de 0.50, aumentando para 0.56 em 2011, 0.59 em 2012, mantendo-se a 0.59 em 2013 e novamente aumentando, para 0.64 em 2014. Como pode ser observado pela tabela 3, todos os aumentos são significantes a pelo menos o nível de 10%.

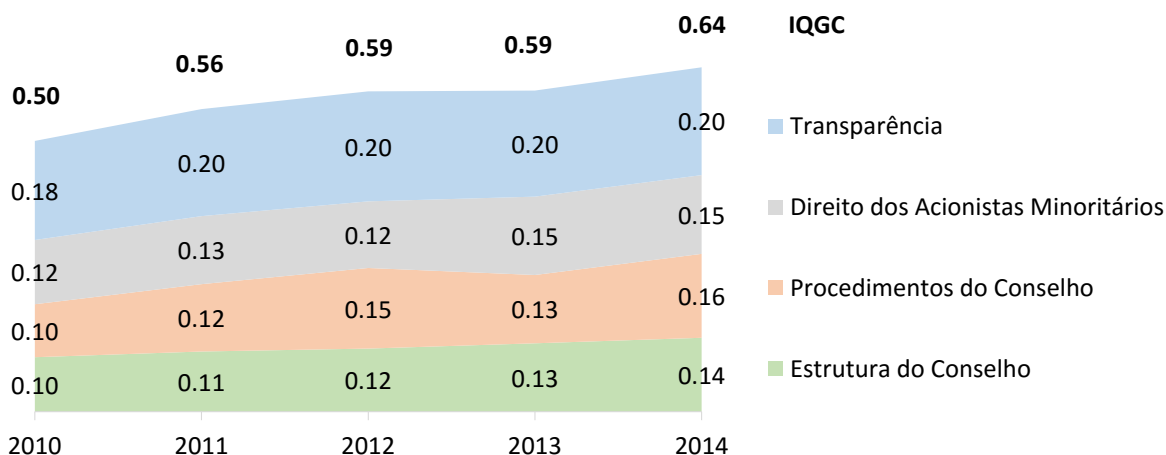


Figura 1. Evolução do IQGC

Evolução do IQGC ao longo do tempo. A figura mostra a média dos valores do IQGC e de cada sub índice nos anos de 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014 para uma amostra de 211 empresas em cada ano.

A melhora na qualidade da governança corporativa ocorreu em maior magnitude nas empresas participantes dos segmentos de listagem mais elevados, NM&N2&BOV+. Com um aumento de 0.16, significativo ao nível de 1%, estas empresas passaram de 0.63 em 2010 para 0.76 em 2014. Entre os anos de 2012 e 2013 houve uma ligeira queda de 0.01 no índice deste grupo, enquanto entre os demais anos analisados houve sistemáticos aumentos, significativos a pelo menos 5%. Entre os anos de 2010 e 2011 houve o maior aumento no índice deste grupo de empresas, passando de 0.63 para 0.70. As empresas participantes dos segmentos menos restritivos de listagem N1&TRAD. Também apresentaram evolução no índice ao longo do período analisado, porém em menor magnitude. Entre os anos de 2010 e 2014 houve um aumento de 0.10 no índice, significativo ao nível de 1%. Para este grupo, em 2010 o índice foi de 0.41, passando para 0.46 em 2011 e 0.48 em 2012, mantendo estável a 0.48 em 2013 e passando para 0.51 em 2014. O maior aumento também ocorreu entre os anos de 2010 e 2011, onde houve um aumento de 0.05 significativo ao nível de 10%. No ano de 2010, a diferença entre o IQGC das empresas do grupo

NM&N2&BOV+ e das empresas do grupo N1&TRAD foi de 0.21. Esta diferença se acentuou ao longo do período analisado, alcançando 0.27 no ano de 2014. No ano de 2013, no entanto, esta diferença foi de 0.25, representando uma leve queda em relação ao ano de 2012, que foi de 0.26. Todos os valores são significativos ao nível de 1%.

Tabela 3. Evolução do IQGC

Valores médios do Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC) por ano e a diferença (Dif.) entre cada ano. São apresentados para todas as empresas que compõem o índice, para a amostra de empresas dos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais (NM&N2&BOV+) e a amostra de empresas do Nível 1 e Tradicional (N1&TRAD). Entre parênteses está o número de empresas.

	2010	Dif.	2011	Dif.	2012	Dif.	2013	Dif.	2014	Dif
	2010-2014									
Todos os Níveis	0.50 (211)	0.06***	0.56 (211)	0.03*	0.59 (211)	0.00	0.59 (211)	0.04**	0.64 (211)	0.14***
NM&N2&BOV+	0.63 (88)	0.07***	0.70 (92)	0.04**	0.74 (93)	-0.01	0.73 (95)	0.03***	0.79 (96)	0.16***
N1&TRAD	0.41 (123)	0.05*	0.46 (119)	0.02	0.48 (118)	0.00	0.48 (116)	0.03*	0.51 (115)	0.10**
Dif. médias (NM&N2&BOV+ vs N1&TRAD)	0.21***		0.24***		0.26*		0.25***		0.27***	

*, ** e *** indicam diferenças significantes ao nível de 10%, 5% e 1% (em **negrito**).

Entre os anos de 2010 e 2014, o grupo de empresas participantes do Nível 1 e do segmento Tradicional apresentaram evolução em maior magnitude no índice referente a Transparência em relação as empresas participantes dos segmentos NM&N2&BOV+ (0.07 e 0.03, respectivamente). No ano de 2010 houve a maior evolução no índice de Transparência de ambos os grupos (0.06 e 0.03, respectivamente). Entre os anos de 2010 e 2014, o grupo de empresas participante do NM&N2&TRAD apresentaram evolução de maior magnitude em todas as demais dimensões em relação as empresas do N1&TRAD: Estrutura do Conselho (0.22 e 0.08, respectivamente); Procedimentos do Conselho (0.27 e 0.18); Direito dos Acionistas Minoritários (0.12 e 0.07). Conforme expresso nos painéis B e C da tabela 4.

A partir da tabela 5 evidencia-se que, em todos os anos, as quatro dimensões e sub dimensões do grupo de empresas participantes dos segmentos mais restritivos (NM&N2&BOV+) apresentam índices substancialmente superiores em relação as empresas participantes dos segmentos menos restritivos (N1&TRAD). Nos anos de 2010 e 2011, a maior diferença entre os dois grupos acontece no índice de

Tabela 4. Evolução dos sub índices do IQGC por segmento

Valores médios por ano e diferenças entre anos (Dif.) dos quatro sub índices do IQGC: Estrutura do Conselho; Procedimentos do Conselho; Direito dos Acionistas Minoritários e; Transparência. No Painel A as informações são de toda a amostra de empresas que compõem o IQGC. No painel B, a amostra conta com apenas das empresas participantes dos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais. No Painel B, a amostra conta com empresas dos segmentos Nível 1 e Tradicional.

Painel A.

Dimensão	2010	Dif.	2011	Dif.	2012	Dif.	2013	Dif.	2014	Dif
	2010-2014									
<i>Todos os Segmentos</i>	(211)		(211)		(211)		(211)		(211)	
Estrutura do Conselho	0.40	0.05**	0.45	0.02	0.47	0.04*	0.51	0.04*	0.55	0.15***
Independência do Conselho	0.33	0.05**	0.38	0.03	0.41	0.05*	0.46	-0.05*	0.41	0.08***
Com. Auditoria e Conselho Fiscal	0.47	0.05	0.52	0.00	0.52	0.03	0.56	0.08***	0.64	0.17***
Procedimentos dos Conselho	0.40	0.10**	0.50	0.10***	0.60	-0.09***	0.51	0.11***	0.62	0.22**
Direito dos Acionistas Minoritários	0.48	0.03	0.51	-0.01	0.49	0.09***	0.58	0.00	0.58	0.10***
Transparência	0.74	0.05***	0.79	0.02	0.82	-0.03	0.79	0.01	0.80	0.06***

Painel B.

Dimensão	2010	Dif.	2011	Dif.	2012	Dif.	2013	Dif.	2014	Dif
	2010-2014									
<i>Novo Mercado, Nível 2 & Bovespa +(88)</i>			(92)		(93)		(95)		(96)	
Estrutura do Conselho	0.47	0.09***	0.56	0.04	0.60	0.05*	0.65	0.05	0.70	0.22***
Independência do Conselho	0.46	0.07**	0.53	0.06	0.59	0.08**	0.67	0.08**	0.58	0.12***
Com. Auditoria e Conselho Fiscal	0.48	0.10**	0.58	0.04	0.62	0.02	0.64	0.08*	0.72	0.23***
Procedimentos dos Conselho	0.51	0.14***	0.65	0.12***	0.77	-0.12***	0.65	0.13***	0.78	0.27***
Direito dos Acionistas Minoritários	0.64	0.04**	0.68	-0.02	0.66	0.09***	0.75	0.01	0.76	0.12***
Transparência	0.88	0.03**	0.91	0.01	0.92	-0.03**	0.89	0.02	0.91	0.03*

Painel C.

Dimensão	2010	Dif.	2011	Dif.	2012	Dif.	2013	Dif.	2014	Dif
	2010-2014									
<i>Nível 1 & Tradicional</i>	(123)		(119)		(118)		(116)		(115)	
Estrutura do Conselho	0.34	0.02	0.36	0.00	0.36	0.03	0.39	0.03	0.42	0.08***
Independência do Conselho	0.24	0.02**	0.26	0.02	0.28	0.01	0.29	-0.02	0.27	0.03
Com. Auditoria e Conselho Fiscal	0.45	0.01	0.46	-0.02	0.44	0.05	0.49	0.08**	0.57	0.12***
Procedimentos dos Conselho	0.31	0.07**	0.39	0.08*	0.46	-0.07	0.39	0.10**	0.49	0.18***
Direito dos Acionistas Minoritários	0.36	0.01	0.37	0.00	0.37	0.07***	0.44	-0.01	0.43	0.07***
Transparência	0.64	0.06**	0.71	0.02	0.73	-0.03	0.70	0.01	0.71	0.07**

*, ** e *** indicam diferenças significantes ao nível de 10%, 5% e 1% (em **negrito**).

Direito dos Acionistas Minoritários (0.28 e 0.31, respectivamente), e a menor diferença acontece no sub índice Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal (0.03 e 0.12). No ano de 2012, a maior diferença é no índice que mensura os Procedimentos do Conselho e no sub índice de Independência do Conselho (0.31 em ambos) e a menor diferença acontece no índice de Transparência (0.19) e no sub índice de Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal (0.18). Em 2013, a maior diferença entre os dois grupos acontece no índice de Independência do Conselho (0.38) e a menor diferença ocorre no índice de Transparência (0.19) e no sub índice de Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal (0.16). No ano de 2014, a maior diferença entre os grupos acontece no índice que mensura Direito dos Acionistas Minoritários (0.33) e a menor diferença no índice de Transparência (0.20) e no sub índice de Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal (0.15).

Tabela 5. Comparação entre NM&N2&BOV+ e N1&TRAD

Evolução dos sub índices e diferenças entre NM&N2&BOV+ e N1&TRAD.

Índice	Ano	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	Diferença
Estrutura do Conselho	2010	0.47	0.34	0.13***
	2011	0.56	0.36	0.20***
	2012	0.60	0.36	0.24***
	2013	0.65	0.39	0.27***
	2014	0.70	0.42	0.27***
Independência do Conselho	2010	0.46	0.24	0.22***
	2011	0.53	0.26	0.27***
	2012	0.59	0.28	0.31***
	2013	0.67	0.29	0.38***
	2014	0.58	0.27	0.31***
Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal	2010	0.48	0.45	0.03
	2011	0.58	0.46	0.12***
	2012	0.62	0.44	0.18***
	2013	0.64	0.49	0.16***
	2014	0.72	0.57	0.15***
Procedimentos do Conselho	2010	0.51	0.31	0.20***
	2011	0.65	0.39	0.27***
	2012	0.77	0.46	0.31***
	2013	0.65	0.39	0.26***
	2014	0.78	0.49	0.29***
Direito dos Acionistas Minoritários	2010	0.64	0.36	0.28***
	2011	0.68	0.37	0.31***
	2012	0.66	0.37	0.29***
	2013	0.75	0.44	0.31***
	2014	0.76	0.43	0.33***
Transparência	2010	0.88	0.64	0.24***
	2011	0.91	0.71	0.20***
	2012	0.92	0.73	0.19***
	2013	0.89	0.70	0.19***
	2014	0.91	0.71	0.20***

*, ** e *** indicam diferenças significativas ao nível de 10%, 5% e 1% (em **negrito**).

4.1. Natureza das mudanças

Para entender quais aspectos da governança corporativa estão direcionando as mudanças globais no IQGC, analisou-se a evolução de cada uma das suas dimensões e sub dimensões (Tabela 4, painel A). Ao longo de todo período analisado, todas as dimensões apresentaram evolução: Procedimentos do Conselho (de 0.40 em 2010 para 0.62 em 2014); Direito dos Acionistas Minoritários (de 0.48 para 0.58); Transparência (de 0.74 para 0.80); Estrutura do Conselho (de 0.40 para 0.55) e suas sub dimensões, Independência do Conselho (de 0.33 para 0.41) e Comitê de Auditoria e Fiscal (de 0.47 para 0.64). Mesmo apresentando uma leve redução entre os anos de 2012 e 2013 (de -0.09 significativo ao nível de 1%), Procedimentos do Conselho foi a dimensão que apresentou maior evolução entre 2010 e 2014, com aumento de 0.22 (significativo ao nível de 5%), seguido pela dimensão Estrutura do Conselho, com aumento de 0.15 (significativo ao nível de 1%) entre o mesmo período. A dimensão relacionada a Transparência apresentou a menor evolução no período analisado, com um aumento de 0.06 (significativa ao nível de 1%) entre 2010 e 2014.

A partir da tabela 2 é possível observar que a natureza da evolução do índice de Procedimentos do Conselho acontece, principalmente, por um aumento na porcentagem de empresas que possuem código de ética entre os anos de 2010 e 2014 (42% e 75%) e que possuem regras específicas que regem o conselho de administração (43% e 76%). A evolução no índice de Estrutura do Conselho ao longo de 2010 e 2014 tem como natureza o número de empresas onde há representação dos interesses dos acionistas minoritários no conselho fiscal ou no comitê de auditoria (de 43% para 60%), empresas onde o conselho de administração possui pelo menos um diretor independente (de 42% para 57%) e de empresas onde o diretor executivo não ocupa concomitantemente o cargo de presidente do conselho de administração (de 70% para 80%). A evolução no índice de Direito dos Acionistas Minoritários acontece, sobretudo, no aumento da proporção de empresas que garantem *tag along* na venda do controle acima do mínimo exigido por lei (de 43% para 59%) e empresas que com *free float* acima de 25% do total de ações (de 62% para 79%). Por sua vez, a evolução no índice que mensura Transparência se deve, sobretudo, ao aumento na porcentagem de empresas que disponibilizam suas demonstrações financeiras em idioma inglês (de 49% para 67%) e empresas cujas demonstrações incluem seção de relatório da administração (de 72% para 98%).

5. ORIGEM DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A partir das análises anteriores, foi possível observar uma progressiva e constante melhora nas práticas de governança corporativa das empresas brasileiras ao longo do tempo. Também foi possível encontrar indícios de sua natureza: empresas participantes do NM&N2&BOV+ apresentaram uma evolução de maior magnitude em relação as empresas participantes do N1&TRAD. Dando sequência ao objetivo deste estudo, a seguir são propostas uma série de análises a fim de identificar elementos operacionais e mercadológicos que antecedem a decisão das empresas em adotarem melhores ou piores práticas de governança corporativa.

5.1. Especificações Econométricas

O modelo proposto nesse trabalho baseia-se em dados em painel com efeitos fixos, onde a variável dependente é o IQGC (tabela 8) e, subsequentemente, cada um de seus sub índices: Estrutura do Conselho (Tabela 9); Procedimentos do Conselho (Tabela 10); Direito dos Acionistas Minoritários (Tabela 11); e Transparência (Tabela 12). Para certificar-se da robustez nos resultados, duas estratégias foram utilizadas:

- i. Foram testadas separadamente cinco amostras: amostra contendo todas as empresas (COMPLETA); amostras de empresas participantes dos segmentos NM&N2&BOV+ e N1&TRAD; e amostras de empresas GRANDES e PEQUENAS, baseando na mediana dos Ativos Totais.
- ii. Foram utilizados dois modelos gerais. Aqueles descritos no Painel A das tabelas utilizam a média das variáveis independentes dos anos $t-1$ e $t-2$ (Média 2 períodos). Aqueles descritos no Painel B utilizam a média das variáveis independentes dos anos t , $t-1$ e $t-2$ (Média 3 períodos), assim certificando-se de mudanças nas práticas de governança corporativa que podem ocorrer mais lentamente e mais rapidamente.

Não participam das regressões empresas onde há controle direto ou indireto dos Estados ou da União Federal (15 empresas), instituições financeiras (4 empresas), empresas em estágio pré-operacional (OGX Brasil, OSX Brasil e MMX Brasil) e observações de empresas insolventes, onde a relação dívida ativo no período é superior a 1 (22 observações, de 8 empresas). A tabela 6 fornece a definição e a descrição das variáveis independentes selecionadas. A matriz de correlação entre todas as variáveis utilizadas nos modelos pode ser vista na tabela 7.

Tabela 6. Definição e descrição das principais variáveis

Painel A.	
Variável	Definição Operacional
Risco	Desvio padrão dos preços semanais das ações totais no ano. Winsorizado a 5% e 95%.
ln(Ativo)	Logarítmico natural dos ativo totais. Winsorizado a 1% e 99%.
Endividamento	Computado como (dívida bruta / ativo total). Winsorizado a 2% e 98%.
Crescimento das Receitas	Crescimento das receitas operacionais líquidas no ano. Winsorizado a 2% e 98%.
Tangibilidade das operações	Computado como (ativo imobilizado / receita operacional líquida). Winsorizado a 2% e 98%.
Lucratividade	Computado como (lucro líquido / ativo total). Winsorizado a 2% e 98%.
Ebit-vendas	Computado como (EBIT / receita operacional líquida). Winsorizado a 2% e 98%.
Liquidez	Liquidez das ações na bolsa, de acordo com a fórmula disponível no Economática. Winsorizado a 2% e 98%.
Propriedade	Porcentagem de ações ordinárias em posse do maior acionista.
Dummy de Ano	Variável Dummy definida como 1, no ano específico e 0, caso contrário, para os anos 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014.

Painel B.					
Variável	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
Risco	7.41	1.78	52.06	0.17	17.56
ln(Ativo)	15.01	15.15	1.74	8.98	19.66
Endividamento	0.30	0.30	0.16	0.01	0.70
Crescimento das Receitas	0.07	0.05	0.25	-0.54	1.10
Tangibilidade das operações	0.59	0.29	0.76	0.01	2.92
Lucratividade	0.02	0.03	0.10	-0.38	0.22
Ebit-vendas	0.13	0.11	0.28	-0.75	1.29
Liquidez	0.22	0.02	0.38	0.00	1.67
Propriedade	48.22	50.11	25.46	0.14	100.00

Estudos empíricos em governança corporativa estão sujeitos a uma série de problemas econométricos. Os problemas de causalidade reversa, endogeneidade e correlação espúria foram apontados por Klapper e Love (2004) e Black et al. (2006a) como sendo as principais limitações dos métodos de pesquisa que procuram identificar os direcionadores da governança corporativa. O modelo aqui proposto pressupõe implicitamente que a qualidade da governança corporativa é uma variável exógena, quando na verdade pode constituir-se de variáveis endógenas, fazendo da direção da relação causal incerta a *ex ante*. De acordo com Börsch-supan e Köke (2002), a utilização de dados em painel, utilizando como procedimento o efeito fixo, é um mecanismo que pode ajudar a mitigar os problemas de causalidade reversa.

Há outras razões para a escolha de um modelo baseado em dados em dados em painel. Primeiramente, a amostra conta com múltiplas observações das mesmas empresas ao longo do tempo. Dessa forma, dados painel permitem controlar para variáveis explanatórias omitidas que não variam ao longo do tempo (ANGRIST; PISCHKE, 2009). Além disso, ao utilizar dados em painel é possível analisar mudanças ocorridas nas práticas de governança corporativa ao longo do tempo. Para todos os testes, os desvios padrão e covariância são consistentes em relação a presença de heterocedasticidade (matriz robusta de White).

Tabela 7. Correlação entre as variáveis selecionadas

Matriz de correlação entre as variáveis selecionadas para o modelo.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 IQGC	1.00													
2 Estrutura do Conselho	0.75	1.00												
3 Procedimentos do Conselho	0.80	0.43	1.00											
4 Direito dos Acionistas Min.	0.71	0.42	0.34	1.00										
5 Transparência	0.73	0.45	0.46	0.42	1.00									
6 Risco	-0.03	0.00	-0.06	0.02	-0.02	1.00								
7 Crescimento das Receitas	0.02	-0.03	0.03	0.00	0.07	0.01	1.00							
8 Endividamento	0.18	0.15	0.10	0.15	0.18	0.00	-0.03	1.00						
9 Tangibilidade das operações	-0.13	-0.12	-0.01	-0.17	-0.11	0.06	0.02	-0.03	1.00					
10 Lucratividade	0.20	0.14	0.20	0.06	0.19	-0.17	0.19	-0.21	-0.21	1.00				
11 ln(Ativo)	0.47	0.41	0.40	0.15	0.47	-0.08	0.09	0.18	0.04	0.31	1.00			
12 Ebit-vendas	0.10	-0.03	0.14	0.06	0.11	-0.12	0.11	-0.08	-0.18	0.53	0.21	1.00		
13 Liquidez	0.40	0.29	0.36	0.24	0.31	0.06	0.06	0.08	-0.05	0.15	0.57	0.16	1.00	
14 Propriedade	-0.41	-0.27	-0.24	-0.45	-0.28	-0.11	-0.01	0.01	0.07	-0.05	-0.05	-0.07	-0.27	1.00

Os coeficientes significativos ao nível de 5% ou menos estão em **negrito**.

5.2. Discussão dos Resultados

Nesta sessão são apresentados e discutidos os principais resultados dos fatores que predizem a qualidade nas práticas de governança corporativa no Brasil, baseado no índice IQGC e seus 4 sub índices: Estrutura do Conselho; Procedimentos do Conselho; Direito dos Acionistas Minoritários e; Transparência. Em todas as regressões não foram encontrados resultados para a variável EBIT-vendas e os resultados para a variável Propriedade são marginais. Para todas as demais variáveis, de forma geral, os resultados se mostraram consistentes entre os diferentes modelos e entre as diferentes amostras.

Tabela 8. Fatores que predizem o IQGC

A tabela mostra os coeficientes para as regressões com dados em painel com efeito fixo onde a variável dependente é o IQGC. As variáveis independentes, o número de observações e empresas são indicados. Na primeira coluna (1) os coeficientes são em relação a amostra contendo todas as empresas, exceto aquelas descritas no item 5.1 deste trabalho. Na segunda coluna (2) os coeficientes são em relação a uma amostra contendo apenas as empresas participantes dos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais. Na terceira coluna (3) estão os coeficientes da amostra contendo empresas listadas nos segmentos Nível 1 e Tradicional. Na quarta coluna (4) os coeficientes da amostra contando empresas grandes e na quinta coluna (5) os coeficientes da amostra contendo empresas pequenas. No painel A, os coeficientes são em relação à média de $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes. No painel B, os coeficientes são em relação à média de t , $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes.

Painel A. Média 2 períodos

Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
IQGC	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	0.001 (0.46)	0.001 (0.39)	0.003 (0.74)	0.001 (0.46)	0.001 (0.22)
Ln(ativos)	-0.034 (-1.33)	-0.013 (-0.44)	-0.051 (-1.24)	-0.021 (-0.70)	-0.016 (-0.32)
Endividamento	-0.017 (-0.21)	0.054 (0.57)	-0.154 (-1.15)	-0.117 (-1.14)	-0.025 (-0.16)
Crescimento	-0.005 (-0.32)	-0.000 (-0.00)	-0.003 (-0.13)	-0.009 (-0.45)	-0.025 (-0.99)
Tangibilidade	0.016 (1.54)	0.025* (1.93)	0.001 (0.03)	0.022* (1.75)	-0.021* (-1.68)
Lucratividade	0.164** (2.08)	0.299 (1.51)	0.072 (0.83)	0.039 (0.15)	0.166* (1.82)
EBIT-vendas	-0.014 (-0.36)	-0.047 (-0.44)	-0.012 (-0.24)	-0.018 (-0.18)	-0.003 (-0.07)
Liquidez	0.070** (2.41)	0.024 (0.84)	0.109* (1.93)	0.083** (2.61)	0.052 (0.48)
Propriedade	0.001 (1.29)	0.002*** (2.99)	-0.000 (-0.19)	0.001* (1.79)	-0.000 (-0.10)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	644	332	312	327	317
R-quadrado	0.3819	0.4712	0.3314	0.3850	0.4180
Número de empresas	152	75	80	85	86

Painel B. Média 3 períodos

Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
IQGC	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	0.002 (0.66)	0.002 (0.43)	0.006 (1.02)	-0.002 (-0.57)	0.002 (0.28)
Ln(ativos)	-0.025 (-0.81)	0.004 (0.11)	-0.061 (-1.13)	0.000 (0.01)	-0.002 (-0.05)
Endividamento	-0.030 (-0.30)	0.133 (1.14)	-0.193 (-1.29)	0.009 (0.07)	-0.112 (-0.68)
Crescimento	-0.003 (-0.12)	0.004 (0.14)	0.005 (0.15)	-0.016 (-0.51)	-0.021 (-0.67)
Tangibilidade	0.023* (1.80)	0.036** (2.39)	0.030 (1.02)	0.019 (1.24)	-0.008 (-0.35)
Lucratividade	0.191* (1.75)	0.707*** (3.37)	0.022 (0.20)	0.132 (0.39)	0.170 (1.34)
EBIT-vendas	-0.017 (-0.38)	-0.122 (-1.19)	-0.019 (-0.35)	0.024 (0.19)	-0.010 (-0.19)
Liquidez	0.052 (1.41)	-0.018 (-0.50)	0.085 (1.14)	0.070 (1.62)	0.007 (0.07)
Propriedade	0.000 (0.33)	0.002** (2.05)	-0.001 (-0.46)	0.002* (1.77)	-0.002 (-1.18)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	641	333	308	297	344
R-quadrado	0.3836	0.4899	0.3416	0.3839	0.4157
Número de empresas	144	75	72	73	87

*, ** e *** indicam coeficientes significativos ao nível de 10%, 5% e 1% (em **negrito**).

Tabela 9. Fatores que predizem o índice de Estrutura do Conselho

A tabela mostra os coeficientes para as regressões com dados em painel com efeito fixo onde a variável dependente é o Índice de Estrutura do Conselho. As variáveis independentes, o número de observações e empresas são indicados. Na primeira coluna (1) os coeficientes são em relação a amostra contendo todas as empresas, exceto aquelas descritas no item 5.1 deste trabalho. Na segunda coluna (2) os coeficientes são em relação a uma amostra contendo apenas as empresas participantes dos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais. Na terceira coluna (3) estão os coeficientes da amostra contendo empresas listadas nos segmentos Nível 1 e Tradicional. Na quarta coluna (4) os coeficientes da amostra contando empresas grandes e na quinta coluna (5) os coeficientes da amostra contendo empresas pequenas. No painel A, os coeficientes são em relação à média de $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes. No painel B, os coeficientes são em relação à média de t , $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes.

Painel A. Média 2 períodos					
Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Estrutura do Conselho	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	-0.001 (-0.19)	0.002 (0.41)	0.002 (0.53)	-0.004 (-0.86)	0.001 (0.12)
Ln(ativos)	0.045 (1.02)	0.008 (0.13)	0.060 (1.06)	0.045 (0.94)	0.101 (1.29)
Endividamento	-0.005 (-0.04)	0.070 (0.40)	-0.230 (-1.16)	-0.348* (-1.89)	0.052 (0.24)
Crescimento	-0.059 (-1.60)	-0.054 (-1.10)	-0.037 (-0.72)	-0.096* (-1.98)	-0.078 (-1.36)
Tangibilidade	0.024 (1.55)	0.054*** (2.97)	-0.035 (-1.02)	0.014 (0.64)	0.002 (0.07)
Lucratividade	-0.113 (-0.76)	-0.318 (-0.80)	-0.204* (-1.73)	0.176 (0.51)	-0.163 (-1.04)
EBIT-vendas	0.044 (0.92)	0.057 (0.28)	0.068 (1.44)	-0.077 (-0.54)	0.051 (1.10)
Liquidez	0.045 (0.76)	-0.014 (-0.20)	0.077 (0.68)	0.098 (1.57)	-0.176 (-1.10)
Propriedade	-0.000 (-0.09)	0.001 (0.89)	0.000 (0.25)	0.003* (1.96)	-0.003 (-1.47)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	644	332	312	327	317
R-quadrado	0.2439	0.3403	0.1607	0.3128	0.2411
Número de empresas	152	75	80	85	86
Painel B. Média 3 períodos					
Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Estrutura do Conselho	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	0.001 (0.19)	0.004 (0.53)	0.002 (0.36)	-0.010 (-1.10)	0.003 (0.54)
Ln(ativos)	0.049 (1.05)	0.031 (0.41)	0.040 (0.70)	0.045 (0.74)	0.120 (1.60)
Endividamento	-0.023 (-0.14)	0.185 (0.81)	-0.295 (-1.42)	-0.243 (-1.10)	0.012 (0.05)
Crescimento	-0.048 (-1.02)	-0.036 (-0.59)	-0.011 (-0.19)	-0.127* (-1.93)	-0.050 (-0.70)
Tangibilidade	0.029 (1.51)	0.062*** (2.75)	-0.018 (-0.36)	0.018 (0.67)	0.020 (0.55)
Lucratividade	-0.050 (-0.26)	0.291 (0.53)	-0.185 (-1.10)	0.082 (0.16)	-0.127 (-0.57)
EBIT-vendas	0.011 (0.20)	-0.220 (-0.82)	0.047 (0.88)	0.211 (0.93)	-0.022 (-0.38)
Liquidez	0.035 (0.60)	-0.075 (-0.88)	0.111 (1.34)	0.091 (1.43)	-0.215 (-1.25)
Propriedade	-0.002 (-0.90)	0.000 (0.12)	-0.000 (-0.15)	0.003 (1.55)	-0.006** (-2.60)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	641	333	308	297	344
R-quadrado	0.2352	0.3314	0.1537	0.3121	0.2504
Número de empresas	144	75	72	73	87

*, ** e *** indicam coeficientes significativos ao nível de 10%, 5% e 1% (em **negrito**).

Tabela 10. Fatores que predizem o índice de Procedimentos do Conselho

A tabela mostra os coeficientes para as regressões com dados em painel com efeito fixo onde a variável dependente é o índice de Procedimentos do Conselho. As variáveis independentes, o número de observações e empresas são indicados. Na primeira coluna (1) os coeficientes são em relação a amostra contendo todas as empresas, exceto aquelas descritas no item 5.1 deste trabalho. Na segunda coluna (2) os coeficientes são em relação a uma amostra contendo apenas as empresas participantes dos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais. Na terceira coluna (3) estão os coeficientes da amostra contendo empresas listadas nos segmentos Nível 1 e Tradicional. Na quarta coluna (4) os coeficientes da amostra contando empresas grandes e na quinta coluna (5) os coeficientes da amostra contendo empresas pequenas. No painel A, os coeficientes são em relação à média de $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes. No painel B, os coeficientes são em relação à média de t , $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes.

Painel A. Média 2 períodos					
Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Procedimentos do Conselho	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	-0.002 (-0.48)	-0.000 (-0.01)	-0.002 (-0.31)	0.002 (0.30)	-0.005 (-0.85)
Ln(ativos)	-0.021 (-0.39)	-0.007 (-0.09)	-0.063 (-0.75)	-0.003 (-0.04)	0.005 (0.05)
Endividamento	-0.220 (-1.38)	-0.027 (-0.12)	-0.443** (-2.01)	-0.153 (-0.67)	-0.418 (-1.63)
Crescimento	0.002 (0.05)	-0.003 (-0.05)	0.023 (0.44)	0.036 (0.89)	-0.076 (-1.35)
Tangibilidade	0.027 (1.14)	0.035 (1.16)	0.051 (1.10)	0.066*** (2.68)	-0.057* (-1.89)
Lucratividade	0.333 (1.64)	0.559 (1.31)	0.217 (1.03)	-0.531 (-0.90)	0.374* (1.71)
EBIT-vendas	-0.154 (-1.39)	-0.164 (-0.87)	-0.178 (-1.41)	0.068 (0.39)	-0.161 (-1.03)
Liquidez	0.067 (0.95)	0.048 (0.58)	0.102 (0.71)	0.048 (0.60)	0.268* (1.79)
Propriedade	0.001 (0.89)	0.003* (1.78)	-0.002 (-0.82)	0.001 (0.42)	-0.000 (-0.08)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	644	332	312	327	317
R-quadrado	0.2684	0.3440	0.2287	0.3172	0.3092
Número de empresas	152	75	80	85	86
Painel B. Média 3 períodos					
Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Procedimentos do Conselho	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	-0.001 (-0.21)	0.002 (0.22)	-0.000 (-0.05)	-0.003 (-0.22)	-0.007 (-0.83)
Ln(ativos)	-0.015 (-0.25)	-0.024 (-0.26)	-0.053 (-0.55)	0.011 (0.16)	0.022 (0.21)
Endividamento	-0.261 (-1.36)	0.019 (0.07)	-0.479* (-1.86)	0.124 (0.48)	-0.535* (-1.87)
Crescimento	0.002 (0.03)	-0.024 (-0.37)	0.053 (0.52)	0.015 (0.28)	-0.074 (-0.83)
Tangibilidade	0.029 (0.96)	0.032 (0.98)	0.079 (0.98)	0.096*** (3.15)	-0.054 (-1.00)
Lucratividade	0.262 (1.05)	0.780 (1.56)	0.036 (0.13)	-0.369 (-0.51)	0.323 (1.33)
EBIT-vendas	-0.104 (-0.80)	-0.249 (-1.24)	-0.106 (-0.76)	0.157 (0.58)	-0.117 (-0.78)
Liquidez	0.045 (0.60)	0.003 (0.03)	0.086 (0.71)	0.057 (0.65)	0.052 (0.28)
Propriedade	0.001 (0.53)	0.004* (1.96)	-0.003 (-0.81)	0.002 (0.93)	-0.002 (-0.84)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	641	333	308	312	344
R-quadrado	0.2657	0.3498	0.2261	0.3392	0.2807
Número de empresas	144	75	72	77	87

*, ** e *** indicam coeficientes significativos ao nível de 10%, 5% e 1% (em **negrito**).

Tabela 11. Fatores que predizem o índice de Direito dos Acionistas Minoritários

A tabela mostra os coeficientes para as regressões com dados em painel com efeito fixo onde a variável dependente é o Índice de Direito dos Acionistas Minoritários. As variáveis independentes, o número de observações e empresas são indicados. Na primeira coluna (1) os coeficientes são em relação a amostra contendo todas as empresas, exceto aquelas descritas no item 5.1 deste trabalho. Na segunda coluna (2) os coeficientes são em relação a uma amostra contendo apenas as empresas participantes dos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais. Na terceira coluna (3) estão os coeficientes da amostra contendo empresas listadas nos segmentos Nível 1 e Tradicional. Na quarta coluna (4) os coeficientes da amostra contendo empresas grandes e na quinta coluna (5) os coeficientes da amostra contendo empresas pequenas. No painel A, os coeficientes são em relação à média de $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes. No painel B, os coeficientes são em relação à média de t , $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes.

Painel A. Média 2 períodos					
Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Direito dos Acionistas Min.	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	0.007 (1.33)	0.001 (0.22)	0.013* (1.90)	0.008* (1.69)	0.004 (0.57)
Ln(ativos)	-0.075* (-1.85)	-0.009 (-0.19)	-0.134** (-2.06)	-0.090* (-1.79)	-0.090 (-1.00)
Endividamento	0.103 (0.76)	0.132 (0.72)	0.015 (0.08)	-0.019 (-0.11)	0.195 (0.86)
Crescimento	0.038 (1.24)	0.073* (1.77)	0.028 (0.64)	0.078** (1.99)	0.002 (0.06)
Tangibilidade	-0.018 (-1.02)	-0.012 (-0.54)	-0.005 (-0.20)	-0.019 (-0.67)	-0.029 (-1.05)
Lucratividade	0.042 (0.17)	0.775 (1.26)	-0.191 (-0.88)	0.035 (0.06)	0.080 (0.27)
EBIT-vendas	0.058 (0.94)	-0.026 (-0.11)	0.046 (0.72)	-0.045 (-0.16)	0.071 (1.29)
Liquidez	0.091** (2.29)	0.028 (0.54)	0.120 (1.51)	0.094* (1.96)	0.238 (1.54)
Propriedade	0.001 (0.84)	0.002 (1.33)	-0.001 (-0.82)	0.001 (0.49)	0.000 (0.19)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	644	332	312	327	317
R-quadrado	0.1323	0.1850	0.1538	0.1596	0.1189
Número de empresas	152	75	80	85	86
Painel B. Média 3 períodos					
Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Direito dos Acionistas Min.	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	0.011 (1.34)	-0.000 (-0.02)	0.027** (2.63)	0.010 (1.45)	0.009 (0.69)
Ln(ativos)	-0.051 (-1.01)	0.039 (0.65)	-0.183** (-2.14)	-0.010 (-0.13)	-0.095 (-0.92)
Endividamento	0.082 (0.46)	0.232 (1.15)	-0.030 (-0.13)	0.117 (0.46)	0.077 (0.27)
Crescimento	0.021 (0.49)	0.088 (1.46)	0.007 (0.13)	0.082 (1.32)	-0.017 (-0.26)
Tangibilidade	-0.002 (-0.09)	0.011 (0.39)	0.090** (2.12)	-0.032 (-0.83)	-0.006 (-0.14)
Lucratividade	0.035 (0.10)	1.292** (2.16)	-0.334 (-1.08)	0.911 (1.35)	0.003 (0.01)
EBIT-vendas	0.078 (1.04)	0.068 (0.24)	0.021 (0.28)	-0.340 (-1.13)	0.119 (1.38)
Liquidez	0.066 (1.00)	0.003 (0.04)	0.050 (0.38)	0.034 (0.43)	0.297* (1.91)
Propriedade	0.000 (0.07)	0.002 (0.92)	-0.002* (-1.70)	-0.000 (-0.08)	-0.000 (-0.08)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	641	333	308	297	344
R-quadrado	0.1297	0.2193	0.1978	0.1554	0.1334
Número de empresas	144	75	72	73	87

*, ** e *** indicam coeficientes significativos ao nível de 10%, 5% e 1% (em **negrito**).

Tabela 12. Fatores que predizem o índice de Transparência

A tabela mostra os coeficientes para as regressões com dados em painel com efeito fixo onde a variável dependente é o Índice de Transparência. As variáveis independentes, o número de observações e empresas são indicados. Na primeira coluna (1) os coeficientes são em relação a amostra contendo todas as empresas, exceto aquelas descritas no item 5.1 deste trabalho. Na segunda coluna (2) os coeficientes são em relação a uma amostra contendo apenas as empresas participantes dos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais. Na terceira coluna (3) estão os coeficientes da amostra contendo empresas listadas nos segmentos Nível 1 e Tradicional. Na quarta coluna (4) os coeficientes da amostra contendo empresas grandes e na quinta coluna (5) os coeficientes da amostra contendo empresas pequenas. No painel A, os coeficientes são em relação à média de $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes. No painel B, os coeficientes são em relação à média de t , $t-1$ e $t-2$ das variáveis independentes.

Painel A. Média 2 períodos					
Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Transparência	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	0.001 (0.31)	0.001 (0.30)	-0.001 (-0.18)	-0.001 (-0.13)	0.003 (0.66)
Ln(ativos)	-0.086* (-1.81)	-0.042 (-0.99)	-0.065 (-0.84)	-0.036 (-0.64)	-0.081 (-0.98)
Endividamento	0.056 (0.57)	0.042 (0.32)	0.042 (0.28)	0.053 (0.40)	0.071 (0.47)
Crescimento	-0.001 (-0.04)	-0.017 (-0.49)	-0.025 (-0.48)	-0.055 (-1.62)	0.050 (0.89)
Tangibilidade	0.030* (1.94)	0.026* (1.89)	-0.009 (-0.18)	0.025* (1.67)	0.002 (0.06)
Lucratividade	0.395*** (2.86)	0.179 (0.68)	0.464** (2.39)	0.479 (1.03)	0.374* (1.98)
EBIT-vendas	-0.005 (-0.07)	-0.055 (-0.32)	0.016 (0.21)	-0.018 (-0.13)	0.027 (0.37)
Liquidez	0.076* (1.71)	0.035 (0.79)	0.136* (1.71)	0.092** (2.03)	-0.121 (-1.04)
Propriedade	0.002* (1.89)	0.002 (1.64)	0.001 (0.64)	0.001 (1.22)	0.002* (1.92)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	644	332	312	327	317
R-quadrado	0.1023	0.0651	0.1333	0.0963	0.2000
Número de empresas	152	75	80	85	86
Painel B. Média 3 períodos					
Variável dependente	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Transparência	COMPLETA	NM&N2&BOV+	N1&TRAD	GRANDES	PEQUENAS
Risco	-0.001 (-0.24)	0.001 (0.15)	-0.006 (-0.74)	-0.008 (-1.00)	0.001 (0.13)
Ln(ativos)	-0.085 (-1.42)	-0.031 (-0.54)	-0.049 (-0.51)	-0.034 (-0.44)	-0.057 (-0.63)
Endividamento	0.080 (0.56)	0.094 (0.47)	0.034 (0.16)	0.113 (0.63)	-0.003 (-0.01)
Crescimento	0.014 (0.30)	-0.012 (-0.25)	-0.027 (-0.35)	-0.040 (-0.75)	0.054 (0.75)
Tangibilidade	0.036 (1.49)	0.039** (2.04)	-0.032 (-0.39)	0.012 (0.50)	0.008 (0.14)
Lucratividade	0.516** (2.20)	0.465 (1.50)	0.571* (1.79)	0.219 (0.35)	0.480* (1.77)
EBIT-vendas	-0.055 (-0.48)	-0.085 (-0.45)	-0.036 (-0.25)	-0.106 (-0.45)	-0.021 (-0.17)
Liquidez	0.061 (1.00)	-0.004 (-0.08)	0.093 (0.83)	0.099 (1.39)	-0.105 (-0.79)
Propriedade	0.002** (1.99)	0.003 (1.64)	0.002 (0.93)	0.003* (1.85)	0.001 (0.94)
Dummy de ano	sim	sim	sim	sim	sim
Observações	641	333	308	297	344
R-quadrado	0.1062	0.0808	0.1325	0.0885	0.1808
Número de empresas	144	75	72	73	87

5.2.1. Risco

Empresas mais arriscadas exigem maior monitoramento do mercado e, por isso, necessitam atuar com melhores práticas de governança corporativa (BLACK et al., 2006). Verifica-se parcialmente essa afirmativa. No modelo de 3 períodos, os resultados mostram uma correlação positiva entre o índice de Direito dos Acionistas Minoritários e o risco nas amostras de empresas N1&TRAD (0.013, significativa ao nível de 10%). Este resultado é mais robusto no modelo com 3 períodos (0.027, ao nível de 5%). Não foi encontrado correlação entre a variável risco com os demais sub índices. No modelo de 2 períodos, observa-se uma correlação marginalmente positiva entre o índice de Direitos dos Acionistas Minoritários e o risco de empresas GRANDES.

5.2.2. Tamanho

Os resultados evidenciam uma correlação negativa entre o tamanho das empresas o índice de Direito dos Acionistas Minoritários. No modelo com 2 períodos e no modelo de 3 períodos esta correlação é alta e significativa ao nível de 5% para as empresas N1&TRAD (-0.134 e -0.183, respectivamente). Também se observa uma relação negativa entre o tamanho dos ativos e o índice de Transparência para a amostra COMPLETA no modelo de 2 períodos (-0.086, significativa ao nível de 10%).

5.2.3. Endividamento

Os resultados apontam uma correlação negativa entre o índice de Procedimentos do Conselho e o endividamento. No modelo com 2 períodos, esta correlação é alta (-0.479) e significativa ao nível de 5% para as empresas do N1&TRAD. No modelo com 3 períodos, também é encontrada uma correlação alta com empresas PEQUENAS (-0.535), significativa ao nível de 10%.

5.2.4. Crescimento

Os resultados apontam uma correlação negativa entre o crescimento e o índice de Estrutura do Conselho em empresas GRANDES. No modelo com 3 períodos, esta correlação é alta (-0.127) e significativa ao nível de 10%, enquanto no modelo com 2 períodos esta correlação é de -0.096, também significativa ao nível de 10%. Por outro lado, no modelo com 2 períodos, os resultados apontam uma correlação positiva ente crescimento e o índice de Direito dos Acionistas Minoritários de empresas do NM&N2&BOV+ (0.073), significativo ao nível de 10%, e empresas GRANDES (0.078), significativa ao nível de 5%.

5.2.5. Tangibilidade

No modelo com 3 períodos encontrou-se uma correlação positiva entre a tangibilidade das operações e o IQGC, além de seus quatro sub índices. Para o IQGC, essa correlação se mostra presente na amostra COMPLETA (0.023, significativo ao nível de 10%) na amostra de empresas do NM&N2&BOV+ (coeficiente de 0.062, significativo ao nível de 5%). Para os índices de Estrutura do Conselho e Transparência, há correlação, significativa ao nível de menos 5%, apenas para a amostra de empresas do NM&N2&BOV+ (0.062 e 0.039, respectivamente). Também significativo ao nível de menos 5% são as correlações com o índice de Procedimentos do Conselho (0.096) para empresas GRANDES e Direito dos Acionistas Minoritários (0.090) para a amostra de empresas do N1&TRAD. De forma geral, no modelo com 2 períodos estes resultados se mantêm, porém de forma menos robusta. As principais diferenças acontecem para o IQGC e o índice de Procedimentos do Conselho, onde encontrou-se uma correlação negativa no grupo de empresas PEQUENAS (-0.021 e -0.057, respectivamente). Ambas significantes ao nível de 10%. Para o índice de Procedimentos do Conselho, adicionalmente encontra-se correlação positiva também para a amostra COMPLETA (0.030) e para a amostra de empresas GRANDES (0.025), ambos coeficientes significativos ao nível de 10%.

5.2.6. Lucratividade

Prevalece uma correlação positiva e alta entre lucratividade e qualidade de governança corporativa praticada pelas empresas. No modelo de 2 períodos, há correlação com O IQGC ocorre na amostra COMPLETA (0.164, significativo ao nível de 5%) e de empresas PEQUENAS (0.166, significativo a 10%). Para o índice de Procedimentos do Conselho, o coeficiente é positivo no grupo de empresas PEQUENAS (0.374, ao nível de 10%). Para o índice de Transparência, a correlação aparece na amostra COMPLETA (0.395, ao nível de 1%), N1&TRAD (0.464, ao nível de 5%) e PEQUENAS (0.374, ao nível de 10%). Para o índice de Estrutura do Conselho, encontrou-se correlação negativa com a lucratividade no grupo de empresas N1&TRAD (-0.204, ao nível de 10%). Não foi encontrado resultados com o índice de Direito dos Acionistas Minoritários. Com o modelo de 3 períodos, observa-se correlação positiva com o IQGC (0.707, ao nível de 1%) e o índice de Direito dos Acionistas Minoritários (1.292, ao nível de 5%) na amostra de empresas do NM&N2&BOV+. Para o índice de Transparência os resultados se mantêm e para os índices de Procedimentos do Conselho e Estrutura do Conselho os resultados desaparecem no modelo de 3 períodos.

5.2.7. Liquidez

Os resultados apontam uma correlação positiva entre a liquidez e a qualidade de governança corporativa praticada pelas empresas. Com o modelo de 2 períodos, encontrou-se correlação entre o IQGC para a amostra COMPLETA (0.070, significante ao nível de 5%) e a amostra de empresas GRANDES (0.083, ao nível de 5%). Com o índice de Procedimentos do Conselho, há correlação positiva para a amostra de empresas PEQUENAS (0.268, ao nível de 10%). Para o índice de Direito do Acionistas Minoritários encontrou-se correlação positiva com na amostra COMPLETA (0.091, ao nível de 5%) e empresas GRANDES (0.094, ao nível de 10%). De forma geral, os resultados desaparecem no modelo com 3 períodos.

6. CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES

Este estudo traz um panorama das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras entre os anos de 2010 e 2014. A partir de fontes de dados primários, elabora um índice capaz de descrever detalhadamente a evolução das práticas ao longo do período analisado a partir de 4 perspectivas: Estrutura do Conselho de Administração; Procedimentos do Conselho de Administração; Direito dos Acionistas Minoritários e; Transparência.

Os resultados evidenciam que as práticas de governança corporativa melhoraram significativamente entre os anos de 2010 e 2014. Estas mudanças acontecem tanto nas empresas participantes dos segmentos N1&TRAD, quanto das empresas participantes dos segmentos NM&N2&BOV+. Entretanto, observa-se uma evolução em maior magnitude entre as empresas participantes do segmento NM&N2&BOV+, indicando que estas empresas reconhecem os benefícios de adotarem boas práticas. Entre 2010 e 2014, as maiores mudanças ocorreram nas práticas relacionadas a Estrutura do Conselho e aos Procedimentos do Conselho.

Há grande dificuldade de identificar os elementos que precedem as decisões das empresas em adotarem melhores ou piores práticas de governança. Os resultados sugerem que estas decisões estão relacionadas ao tamanho e ao segmento de listagem. Entre as características operacionais, destaca-se que empresas mais lucrativas adotam melhores práticas de governança corporativa e empresas do NM&N2&BOV+ e empresas grandes, onde há maior grau de tangibilidade de suas operações, apresentam melhores práticas relacionadas a Estrutura do Conselho e Procedimentos do Conselho. Entre as variáveis mercadológicas, um maior risco das ações leva as empresas do N1&TRAD a adotarem melhores práticas

relacionadas aos Direitos dos Acionistas Minoritários. Empresas mais lucrativas, por sua vez, adotam melhores práticas relacionadas a Transparência.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANGRIST, J. D.; PISCHKE, J.-S. **Mostly harmless econometrics: an empiricist's companion**. Princeton University Press, 2009.

BHAGAT, S.; BOLTON, B.; ROMANO, R. The promise and peril of corporate governance indices. **Columbia Law Review**, v. 108, n. 8, p. 1803–1882, 2008.

BLACK, B.; CARVALHO, A. G. DE; GORGA, É. Corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21–38, 2010. Elsevier B.V.

BLACK, B.; CARVALHO, A. G. DE; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176–195, 2014. Elsevier B.V.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 660–691, 2006.

BÖRSCH-SUPAN, A.; KÖKE, J. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. **German Economic Review**, v. 3, n. 3, p. 295–326, 2002.

CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos nas empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348–361, 2004.

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

CARVALHO, A. DE. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19–32, 2002.

DAHYA, J.; DIMITROV, O.; MCCONNELL, J. J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 87, n. 1, p. 73–100, 2008.

DOIDGE, C.; KAROLYI, G. A.; STULZ, R. M. **Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance ?** 2004.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. **Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461–1493, 2005.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Boards Of Directors As An Endogenously Determined Institution: A Survey Of The Economic Literature. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 7, 2003.

HOSSAIN, M.; PREVOST, A. K.; RAO, R. P. Corporate governance in New Zealand: The effect of the 1993 Companies Act on the relation between board composition and firm performance. **Pacific Basin Finance Journal**, v. 9, n. 2, p. 119–145, 2001.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703–728, 2004.

KLEIN, A. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n. 3, p. 375–400, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113, 1998.

NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 3, p. 325–351, 2003.

SILVEIRA, A. D. M. (FEA/USP); PEROBELLI, F. F. C. (FEA/UFJF); BARROS, L. A. B. C. (UNIVERSIDADE P. M. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC, Curitiba**, v. 12, n. 3, p. 763–788, 2008.

SILVEIRA, A. D. M. DA; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. DE C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **RAUSP**, v. 44, n. 3, p. 173–189, 2009.