

IV PRÊMIO DEST/MP DE MONOGRAFIAS

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS FIRMAS PRIVADAS É  
REALMENTE MELHOR DO QUE A DAS EMPRESAS ESTATAIS?  
CURIOSAS EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO**

ANDRÉ LUIZ CARVALHAL DA SILVA

# **A Governança Corporativa das Firms Privadas é Realmente Melhor do que a das Empresas Estatais? Curiosas Evidências do Mercado Brasileiro**

## **Resumo**

Um tema que vem ganhando bastante destaque no meio acadêmico e empresarial é a governança das empresas estatais. A literatura internacional mostra evidências que o desempenho das empresas estatais é inferior ao das firmas privadas em virtude de práticas piores de governança corporativa. No Brasil, não existem muitas pesquisas quantitativas sobre as práticas de governança das empresas estatais. Este artigo é o primeiro a preencher essa lacuna no Brasil, através da mensuração da qualidade das práticas de governança do maior número possível de empresas estatais no período de 2002 a 2007. Outra grande contribuição desse artigo é fornecer evidências inéditas, totalmente distintas da literatura internacional. Curiosamente, nossos resultados indicam que as práticas de governança das empresas estatais são melhores do que as das firmas privadas no Brasil. A superioridade das práticas de governança das empresas estatais é significativa do ponto de vista estatístico e econômico e persiste em todos os anos do período analisado. Um outro resultado importante e original diz respeito à relação entre valor da empresa, *payout* e origem do capital (estatal ou privado). Contrariando as evidências dos estudos internacionais, nossas análises mostram que, controlando pelo efeito da qualidade das práticas de governança, não existe diferença entre o valor de mercado e o *payout* das empresas estatais e privadas. Portanto, não podemos afirmar que as firmas privadas são mais bem avaliadas e distribuem mais dividendos do que as empresas estatais no Brasil.

***Palavras-chave:*** governança corporativa, valor, dividendos, empresas estatais.

# **Do Private Firms Have Really Better Corporate Governance than State-Owned Enterprises? The Curious Case of the Brazilian Market**

## **Abstract**

The debate over corporate governance of state-owned enterprises has gained a lot of attention recently. Most international studies find that poor corporate governance lies at the heart of the poor performance of state-owned enterprises throughout the world. Despite its importance, few empirical studies have analyzed the corporate governance of state-owned enterprises in Brazil. Our study is the first to measure and compare corporate governance practices of state-owned enterprises and private firms. We also analyze whether private firms have higher market value and pay more dividends than state-owned enterprises. Our results provide new and original insight about the role of corporate governance of state-owned enterprises and its relation with market value and dividend policy. In contrast to the international evidence, we find that state-owned enterprises have better corporate governance than private firms in Brazil. Interestingly, this superiority persists over time and is significant both statistical and economically. Moreover, we find that there is no significant difference between the market value and dividend payout of state-owned enterprises and private firms.

**Keywords:** corporate governance, firm value, dividends, state-owned enterprises.

## Lista de Tabelas

Tabela 1 - Empresas Estatais da Amostra _____	13
Tabela 2 - Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC) _____	16
Tabela 3 - Evolução das Práticas de Governança das Empresas Estatais e Privadas ____	20
Tabela 4 - Práticas de Governança das Empresas Estatais e Privadas em 2007 _____	23
Tabela 5 - Estatística Descritiva das Variáveis em 2007 _____	25
Tabela 6 - Relação entre Práticas de Governança e Origem do Capital _____	27
Tabela 7 - Relação entre Valor da Empresa e Origem do Capital _____	28
Tabela 8 - Relação entre <i>Payout</i> da Empresa e Origem do Capital _____	29
Tabela 9 - Análise de Painel entre Governança e Origem do Capital _____	31
Tabela 10 - Análise de Painel entre Valor e Origem do Capital _____	32
Tabela 11 - Análise de Painel entre <i>Payout</i> e Origem do Capital _____	34
Tabela 12 - Análise por Equações Simultâneas (3SLS) entre Governança, Valor, <i>Payout</i> e Origem do Capital _____	35

## Sumário

1	Introdução	1
2	Revisão Bibliográfica	4
2.1	Governança Corporativa e Valor das Empresas	4
2.2	Governança Corporativa e Política de Dividendos das Empresas	7
2.3	Governança Corporativa de Empresas Estatais	9
2.4	Hipóteses da Pesquisa	12
3	Dados e Metodologia	13
3.1	Dados	13
3.2	Índice de Práticas de Governança Corporativa	15
3.3	Metodologia e Modelos	17
4	Análise dos Resultados	19
5	Análise da Robustez dos Resultados	30
5.1	Análise de Painel	30
5.2	Sistema de Equações Simultâneas	33
5.3	Discussão sobre Possíveis Vieses	36
5	Conclusão	37
6	Referências Bibliográficas	38

## **A Governança Corporativa das Firms Privadas é Realmente Melhor do que a das Empresas Estatais? Curiosas Evidências do Mercado Brasileiro**

### **1 Introdução**

O conceito de governança corporativa existe há mais de 50 anos. No entanto, embora não seja um conceito relativamente novo, somente nos últimos anos vem se transformando em uma preocupação importante em diversos países. Nesse sentido, foram realizadas várias pesquisas em mercados desenvolvidos e emergentes para examinar os modelos de governança corporativa e suas conseqüências sobre o valor, desempenho e política de dividendos das empresas.

Dentro do campo da governança corporativa, um tema que vem ganhando bastante destaque é a governança das empresas estatais, devido a sua forma organizacional peculiar e da importância de suas atividades na economia mundial. Nesse contexto, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD em inglês)<sup>1</sup> tem dado especial atenção às questões sobre governança corporativa das empresas estatais. Em 2005, esta organização desenvolveu um conjunto de regras voluntárias de governança para as empresas estatais denominado *Corporate Governance of State-Owned Enterprises*. Os princípios visam preservar desde a isonomia competitiva no mercado de atuação das empresas estatais até a transparência da administração e o tratamento equitativo a todos os acionistas.

No Brasil, o governo aprovou, em janeiro de 2007, um decreto-lei que institui a Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias (CGPAR). O objetivo do CGPAR é implementar diretrizes semelhantes às defendidas pela OECD. Além de atuar para defender a boa governança, o CGPAR também tem entre suas competências a defesa dos interesses da União como acionista e a aquisição e venda de participações. O estudo da governança das estatais é relevante no Brasil dada a forte presença do poder público como controlador de companhias abertas, tanto na esfera federal como na estadual.

A privatização das empresas estatais tem sido um dos mais importantes fenômenos econômicos dos últimos anos. Uma das principais razões para a privatização é que as

---

<sup>1</sup> A OECD é uma organização internacional que agrupa os 30 países mais industrializados do mundo.

empresas estatais são ineficientes em virtude de práticas pobres de governança corporativa. De fato, existem inúmeros estudos mostrando que o desempenho das empresas estatais é inferior ao das empresas privadas e que existem aumentos substanciais de rentabilidade e eficiência após a privatização (Megginson e Netter (2001) e Djankov e Murrell (2002)).

Em geral, a literatura internacional (Alchian (1965), Shleifer e Vishny (1993, 1994, 1998), Nellis (1994), Wong (2004), entre outros) indica as seguintes disfunções na governança das empresas estatais: risco de expropriação dos acionistas privados por motivos políticos, problema de agência pela dificuldade e pouco incentivo em monitorar os executivos, ausência de definição clara de objetivos, baixa eficiência dos controles internos e externos e pouca transparência nas informações.

Ao contrário das empresas privadas, que focam exclusivamente em maximização dos lucros, as empresas estatais geralmente visam a objetivos múltiplos e conflitantes. Além disso, existe um claro problema de agência nas empresas estatais, uma vez que elas são controladas por políticos que não possuem direito de fluxo caixa, pois a propriedade está dispersa entre os cidadãos contribuintes. Embora o povo seja em última instância o proprietário das empresas estatais, os políticos são seus agentes, ou seja, fazem a fiscalização das empresas estatais em nome dos cidadãos. Wong (2004) argumenta que os políticos não são bons fiscalizadores das empresas estatais, pois eles podem usá-las para maximizar seus objetivos pessoais e políticos.

No Brasil, o debate em torno da governança corporativa intensificou-se bastante na última década, com a abertura da economia brasileira, o aumento dos investimentos estrangeiros no país, o processo de privatização de empresas estatais e o crescente número de empresas brasileiras acessando os mercados internacionais. No entanto, embora a literatura internacional sobre governança corporativa das empresas estatais seja vasta, existem poucos estudos acadêmicos sobre a governança corporativa das empresas estatais no Brasil.

O objetivo do presente artigo é investigar se as evidências internacionais sobre governança das empresas estatais são válidas no Brasil. Mais especificamente, o artigo testa as seguintes hipóteses: (a) as práticas de governança corporativa são piores nas empresas estatais; (b) as empresas estatais possuem valor de mercado menor do que as firmas privadas em decorrência da qualidade inferior de suas práticas de governança; e

(c) as empresas estatais distribuem menos dividendos do que as firmas privadas em decorrência da qualidade inferior de suas práticas de governança.

Esse artigo traz importantes contribuições à literatura de governança das empresas estatais. Primeiro, não encontramos pesquisas quantitativas sobre as práticas de governança de empresas estatais no Brasil. Pode-se dizer que este grupo de empresas não tem tido a devida atenção nas pesquisas acadêmicas e merece ser estudado.

Este estudo será o primeiro a preencher essa lacuna no Brasil, através da mensuração da qualidade das práticas de governança corporativa do maior número possível de empresas estatais. Além disso, o estudo não se limita a um ano específico. Analisamos o período de 2002 a 2007, de forma a construir uma série temporal das práticas de governança corporativa das empresas estatais. A grande abrangência da amostra, por um período longo de tempo, permite que nossa análise seja profunda e representativa do universo corporativo brasileiro.

A segunda grande contribuição desse artigo é fornecer evidências inéditas, totalmente distintas da literatura internacional. Curiosamente, nossos resultados indicam que as práticas de governança das empresas estatais são melhores do que as das firmas privadas no Brasil. A superioridade das práticas de governança das empresas estatais é significativa do ponto de vista estatístico e econômico e persiste no período de 2002 a 2007.

Um outro resultado importante e original diz respeito à relação entre valor da empresa, *payout* e origem do capital (estatal ou privado). Em geral, os estudos internacionais mostram que as firmas privadas são mais bem avaliadas e distribuem mais dividendos do que as empresas estatais. Nossas análises mostram que, controlando pelo efeito da qualidade das práticas de governança, não existe relação significativa entre valor das empresas, *payout* e origem do capital no Brasil, ou seja, não podemos concluir que as firmas privadas possuem maior valor e distribuem mais dividendos do que as empresas estatais em nosso país.

A próxima seção apresenta o referencial teórico, com os principais estudos sobre governança das empresas estatais e as hipóteses a serem testadas. A seção 3 descreve a amostra de dados e a metodologia utilizada nos testes. A seção 4 apresenta os resultados dos testes econométricos, enquanto a seção 5 analisa a robustez dos resultados encontrados. Na seção 6 conclui-se o estudo.

## **2 Revisão Bibliográfica**

Existem diversos artigos na literatura nacional e internacional que estudam os determinantes das práticas de governança corporativa e sua relação com o valor e política de dividendos das empresas.

### ***2.1 Governança Corporativa e Valor das Empresas***

A governança corporativa é um tema bastante abrangente. Embora possa ocorrer em diversas dimensões, a qualidade da governança é geralmente mensurada pela estrutura de controle e propriedade ou através da construção de um índice de práticas de governança.

Shleifer e Vishny (1997) argumentam que a estrutura de controle (direito de voto) e propriedade (direito de fluxo de caixa) é um dos principais determinantes da governança corporativa. Algumas razões para tal são apontadas: (i) a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas irá incentivá-los a tomar uma posição ativa, com interesse no desempenho da firma; (ii) a separação entre controle e propriedade pode incentivar a expropriação dos acionistas minoritários; (iii) a identidade e a origem do capital dos proprietários são indicativos de suas estratégias e prioridades.

A compreensão da estrutura de controle e propriedade é de fundamental importância, uma vez que ela influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo. Primeiramente, ela mostra o grau de diversificação de risco dos acionistas. Outro ponto importante é que ela demonstra um potencial problema de agência na direção da firma. Pode haver um problema de agência entre a administração e os acionistas, pois a primeira pode não estar maximizando o valor para os últimos. Quando há um agente que pode influenciar o controle de uma companhia, um novo problema de agência pode surgir, desta vez entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, muito comum em mercados emergentes, em especial no Brasil.

Jensen e Meckling (1976) e Morck et al. (1988) produzem importantes contribuições à pesquisa sobre estrutura de propriedade e valor das empresas. Jensen e Meckling (1976) concluem que a concentração de propriedade é benéfica para a avaliação das companhias, porque grandes investidores monitoram melhor os

administradores. Morck et al. (1988) distinguem efeitos positivos e negativos. Eles sugerem que a ausência de separação entre propriedade e controle reduz os conflitos de interesse e, conseqüentemente, aumenta o valor para o acionista.

Shleifer e Vishny (1997), La Porta et al. (1998) e Claesens et al. (2000, 2002) mostram que maiores direitos sobre fluxo de caixa estão associados com melhor avaliação das companhias. Em contraste, a concentração de direitos de controle e a separação dos direitos de voto dos de fluxo de caixa têm um efeito negativo no valor das firmas. Quando grandes investidores controlam uma companhia, suas políticas podem resultar em expropriação dos acionistas minoritários. Estas empresas não são atraentes para os pequenos acionistas e seu valor é reduzido.

Além da estrutura de controle e propriedade, outra alternativa para medir a governança corporativa é construir um índice a partir das ações e práticas de governança das empresas. Os índices tendem a considerar diferentes aspectos da governança corporativa e podem capturar de forma mais apropriada a qualidade das práticas adotadas pelas empresas.

Índices que avaliam as práticas de governança corporativa estão ficando cada vez mais comuns em diversos países. Durnev e Kim (2005) e Patel et al. (2002) usam um índice de transparência calculado pela Standard e Poor's (S&P) com 98 questões do tipo "0 ou "1". Durnev e Kim (2005) sugerem que questionários são parcialmente subjetivos, pois os respondentes tendem a ser aquelas empresas que têm melhores práticas de governança corporativa. Por outro lado, reconhecem que o índice da Standard e Poor's (S&P) é profundamente objetivo.

Brown e Caylor (2006) calculam um índice de governança corporativa para empresas americanas através de informações públicas contidas no banco de dados do *Institutional Shareholder Services*. Gompers et al. (2003) elaboram um índice de governança corporativa a partir de informações societárias do *Investors Responsibility Research Center* (IRRC).

Bauer et al. (2004) usam 300 itens relacionados a práticas de governança corporativa para as empresas incluídas no FTSE Eurotop 300. Black et al. (2006) utilizam um conjunto de 38 questões objetivas a partir de um questionário realizado pela Bolsa de Valores da Coréia, eliminando todas as questões subjetivas. La Porta et al. (1998) usam um índice para medir o nível de proteção aos acionistas em 49 países,

incluindo o Brasil. O índice é composto de 6 variáveis *dummies* que assumem o valor de “1” quando determinados mecanismos de proteção estão presentes. O Brasil obteve um índice de 2, menor que o Chile (5) e Argentina (4).

Gompers et al. (2003) calculam um índice de governança corporativa para 1.500 empresas americanas a partir de 24 medidas relacionadas com direitos dos acionistas. Cada item é um variável *dummy* e o índice é a simples soma de todos os itens. Os autores encontram que melhores direitos dos acionistas são associados a uma maior valorização de mercado. Esses resultados são confirmados por Brown e Caylor (2006), que encontram que as firmas com melhores práticas de governança corporativa valem mais, têm desempenho melhor, são menos arriscadas e pagam mais dividendos.

A literatura brasileira sobre governança corporativa concentra-se principalmente nos estudos realizados a partir da década de 90. Procianoy e Comerlato (1994) questionam se na possibilidade de existência de conflito de agência no mercado brasileiro os investidores estariam conscientes deste conflito. Os autores afirmam que o custo dessa relação de agência seria a diferença do valor da ação, isto é, o valor que o minoritário estaria disposto a pagar a menos pela companhia que é prejudicada.

Valadares e Leal (2000), Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002) e Leal e Carvalho da Silva (2007) encontram um alto grau de concentração de controle nas empresas brasileiras listadas. A concentração ocorre principalmente com a violação da regra uma ação - um voto através da utilização de ações sem direito a voto. Da Silveira et al. (2003) e Da Silveira (2004) estudam a estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras listadas e concluem que a concentração de propriedade tem impacto negativo na qualidade de governança corporativa das empresas. Além disso, as melhores práticas de governança corporativa são observadas em empresas maiores, que possuem ADRs e que apresentam melhores desempenhos.

No Brasil, também existem estudos que utilizam índices para medir a qualidade das práticas de governança corporativa (Leal e Carvalho da Silva (2007) e Da Silveira (2004)). Leal e Carvalho da Silva (2007) criam um índice de governança corporativa a partir de um questionário com 24 questões, agrupadas em quatro dimensões: transparência, conselho de administração, ética e conflitos de interesses e direitos dos acionistas. Da Silveira (2004) elabora um índice de governança corporativa através de um questionário com 20 perguntas. Em geral, os estudos no Brasil são consistentes com

os da literatura internacional e indicam que firmas com melhores práticas de governança corporativa têm maior valor de mercado e pagam mais dividendos.

## ***2.2 Governança Corporativa e Política de Dividendos das Empresas***

Nos últimos anos, vem crescendo o interesse do meio acadêmico e empresarial sobre as relações entre a governança corporativa e a política de distribuição de lucros aos acionistas. La Porta et al. (2000b) reportam que companhias situadas em países com maior proteção legal aos acionistas minoritários (baseados no *common law*) pagam dividendos superiores quando comparados com países onde as proteções legais são menos rígidas (*civil law*).

Johnson e Shleifer (2001) consideram um *payout* maior de dividendos como um meio de estabelecer uma reputação para tratar os acionistas minoritários adequadamente. Bohren e Odegaard (2001) verificam que a estrutura de controle e propriedade influencia no desempenho econômico de empresas norueguesas. Uma maior concentração de controle e a utilização de ações não votantes estão relacionadas com uma perda de valor de mercado. Além disso, os autores encontraram evidência de que firmas onde o acionista majoritário tem grande participação na empresa tendem a distribuir maiores dividendos.

Um dos primeiros estudos brasileiros relacionando política de dividendos e conflito de agência é o realizado por Procianoy (1995), que analisa os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989. O pagamento de dividendos, além de estar relacionado com a estrutura de controle e propriedade, funciona como um mecanismo de governança. Dessa forma, as empresas que adotam práticas de governança corporativa costumam ter boas políticas de remuneração a seus acionistas, pagando percentuais elevados de dividendos anualmente.

Procianoy e Snider (1995) sugerem que o pagamento de dividendos no Brasil é usado pelos gestores controladores para limitar seu risco pessoal e aumentar sua riqueza individual. Rozeff (1982) encontra evidências de uma relação significativa entre *payout* e diversas variáveis relacionadas a custo de agência em empresas americanas. Crutchley

e Hansen (1989) demonstram que a política de dividendos atua como um mecanismo de controle e monitoramento, intimamente relacionado com a estrutura de governança da empresa.

Farinha (2002) analisa a política de distribuição de dividendos no Reino Unido e verifica que existe uma relação do *payout* com a estrutura de controle e propriedade, uma vez que o pagamento de dividendos contribui para a redução dos conflitos de agência na firma, consistente com Easterbrook (1984) e Jensen (1986). Farinha encontra uma relação positiva entre *payout* e concentração de propriedade.

Fluck (1998) e Myers (2000) apresentam modelos de pagamento de dividendos relacionados com a teoria da agência, concluindo que a administração da empresa paga dividendos visando evitar ações de monitoramento por parte dos acionistas. Além disso, Jensen (1986) considera o pagamento de dividendos como uma forma de dar destino ao caixa da companhia, evitando o investimento em projetos que não maximizam valor à empresa.

As variáveis usualmente encontradas na literatura como determinantes do pagamento de dividendos são: alavancagem, disponibilidade financeira, tamanho e lucratividade da empresa. A alavancagem tem um papel importante na redução dos conflitos de agência. Jensen e Meckling (1976), Jensen (1986) e Stulz (1988) argumentam que alavancagem e pagamento de dividendos podem ser mecanismos complementares ou substitutos na redução de conflitos de agência. Além disso, o aumento de dívidas pode estar relacionado com a imposição de restrições (*covenants*) quanto ao pagamento de dividendos.

A distribuição de dividendos também está relacionada positivamente com o caixa e disponibilidades financeiras da empresa. O tamanho da empresa também é uma variável determinante do pagamento de dividendos, sendo que as evidências geralmente indicam que empresas maiores tendem a possuir maiores problemas de agência, apresentando um maior *payout*. De acordo com a teoria da sinalização, maiores *payouts* estão associados positivamente com uma medida de rentabilidade. Jensen et al. (1992) encontram evidências de uma relação positiva entre retorno sobre ativos (ROA) e *payout*.

Pesquisas no mercado europeu indicam que boas práticas de governança corporativa, medidas pela adesão ao Código de Cadbury, estão associadas de forma

significativa com maiores *payouts*. Esse resultado é consistente com a idéia de que empresas com boas práticas de governança tendem a distribuir maiores dividendos.

### ***2.3 Governança Corporativa de Empresas Estatais***

A privatização das empresas estatais tem sido um dos mais importantes fenômenos econômicos dos últimos anos. Uma das principais razões para a privatização é que as empresas estatais são ineficientes em virtude de práticas pobres de governança corporativa. Shleifer (1998) e Shleifer e Vishny (1993, 1994, 1998) argumentam que as empresas estatais são controladas por políticos que não possuem direitos de fluxo de caixa pois a propriedade está dispersa entre os cidadãos contribuintes.

Em um dos primeiros estudos sobre governança de estatais, Alchian (1965) mostra que a principal diferença entre empresas estatais e privadas está relacionada com os incentivos e habilidades dos proprietários em monitorar os agentes das companhias, ou seja, com problemas de agência. Nas firmas privadas, a propriedade está nas mãos de acionistas privados, que têm incentivos para monitorar o desempenho e alinhar os interesses dos agentes. Nas empresas estatais, a propriedade é difusa (em tese todos os cidadãos são donos), fazendo com que os proprietários tenham muita dificuldade e pouco incentivo em monitorar os executivos. Como consequência, a eficiência das empresas estatais é menor do que a das firmas privadas. Esse é o mesmo argumento de Kane (1999), que mostra que o monitoramento de empresas estatais é difícil, pois a propriedade está diluída nas mãos dos cidadãos e a transparência das informações é pobre.

Segundo Shleifer e Vishny (1994) e Qian (1996), o desempenho das empresas estatais sofre em decorrência de custos políticos (custos associados com o controle das empresas por agentes que possuem objetivos políticos que podem ser ineficientes do ponto de vista econômico) e custos de agência (custos resultantes da extração de benefícios privados por agentes políticos em detrimento de benefícios comuns a toda a empresa e a seus proprietários).

Meggison e Netter (2001) e Djankov e Murrell (2002) compilam e analisam um grande número de estudos sobre privatização em diferentes países e mostram que o desempenho das empresas estatais é inferior ao das firmas privadas e que existem

aumentos substanciais de rentabilidade e eficiência após a privatização. De fato, existem muitos estudos empíricos que encontram melhora no desempenho das empresas estatais após a privatização (Megginson, Nash e Randenborgh (1994), Galal et al. (1994), Ramamurti (1997), La Porta e Lopez-de-Silanes (1999), Boubakri e Cosset (2002), entre outros).

Shleifer e Vishny (1994), Nellis (1994) e Boycko, Shleifer, e Vishny (1996) argumentam que as empresas estatais são mais ineficientes do que as firmas privadas por causa dos interesses políticos de seus agentes. Os autores mostram que as intervenções políticas nas empresas estatais ocorrem pois os agentes políticos auferem os benefícios dessas intervenções, mas não arcam diretamente com os custos (perda de eficiência das empresas por exemplo). O controle político também se manifesta na seleção dos principais executivos das empresas estatais. Se os principais executivos são nomeados pelo Governo, eles estão mais sujeitos à influência política do que os executivos em firmas privadas.

Em geral, os estudos destacam as seguintes disfunções na governança das empresas estatais: risco de expropriação dos acionistas privados por motivos políticos, problema de agência pela dificuldade e pouco incentivo em monitorar os executivos, ausência de definição clara de objetivos, baixa eficiência dos controles internos e externos e pouca transparência nas informações.

Wong (2004) analisa a governança das empresas estatais em diversos países e conclui que as três principais deficiências de governança das empresas estatais são a presença de objetivos múltiplos e conflitantes, interferência política excessiva e falta de transparência. Ao contrário das firmas privadas, que focam exclusivamente em maximização dos lucros, as empresas estatais geralmente visam a objetivos múltiplos e conflitantes. Por exemplo, as empresas estatais devem demitir funcionários ineficientes para maximizar os lucros ou manter os empregos é mais importante do que o retorno financeiro? Os objetivos múltiplos ocorrem porque eles são impostos pela legislação ou porque os políticos exercem uma influência muito grande sobre as empresas estatais.

Embora o povo seja em última instância o proprietário das empresas estatais, os políticos são seus agentes, ou seja, fazem a fiscalização da empresas estatais em nome dos cidadãos. No entanto, Wong (2004) argumenta que os políticos não são bons fiscalizadores das empresas estatais, pois eles podem usar as empresas estatais para

maximizar seus objetivos pessoais e políticos. Além disso, a atuação dos políticos é mais pobre do que os agentes em firmas privadas, pois eles não se beneficiam financeiramente se as empresas estatais tiverem um desempenho excepcional, mas são culpados quando o desempenho é insatisfatório. Nesse contexto, os políticos são mais avessos ao risco, o que tende a deteriorar o desempenho das empresas estatais quando comparado com o das firmas privadas.

Embora a literatura internacional sobre governança corporativa das empresas estatais seja vasta, existem poucos estudos acadêmicos sobre a governança corporativa das empresas estatais no Brasil. A maioria deles realiza análises qualitativas ou se resume a comparar quantas empresas estatais e privadas fazem parte dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa<sup>2</sup>.

Valenti e Vieira (2008) destacam que das 101 empresas do Novo Mercado existem apenas 4 empresas estatais (Banco do Brasil, Banco Nossa Caixa, Copasa e Sabesp). Além disso, das 18 empresas do Nível 2 apenas uma é estatal (Celesc) e das 44 empresas do Nível 1, apenas 5 são estatais (Banrisul, Cemig, Cesp, Copel e Eletrobrás). Consolidando os três níveis, apenas 6% (10 das 163) das empresas são estatais.

Em um estudo recente, Antunes (2007) analisa a qualidade da informação contábil de 8 empresas estatais federais e conclui que a informação contábil dessas empresas não apresenta as características necessárias para servir como instrumento de proteção contra a expropriação de recursos públicos.

Os resultados dessas pesquisas brasileiras são coerentes com a literatura internacional e parecem indicar que as práticas de governança das empresas estatais são inferiores às das firmas privadas.

---

<sup>2</sup> Criado em 2000, o segmento especial de listagem lançado pela Bovespa, genericamente conhecido como Novo Mercado, na verdade está subdividido em três partes: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Os três níveis de governança corporativa abrigam regras próprias, nunca conflitantes com a legislação vigente, porém com um nível superior de exigência de comprometimento da empresa para com o mercado.

## **2.4 Hipóteses da Pesquisa**

Os estudos na literatura nacional e internacional indicam que firmas com melhores práticas de governança corporativa têm maior valor de mercado e pagam mais dividendos. Além disso, existem evidências empíricas em diversos países que o desempenho das empresas estatais é inferior ao das firmas privadas em decorrência de práticas deficientes de governança. As hipóteses a serem testadas derivam diretamente desses argumentos:

*H1: As práticas de governança corporativa são piores nas empresas estatais.*

*H2: As empresas estatais possuem valor de mercado menor do que as firmas privadas em decorrência da qualidade inferior de suas práticas de governança.*

*H3: As empresas estatais distribuem menos dividendos do que as firmas privadas em decorrência da qualidade inferior de suas práticas de governança.*

A próxima seção apresenta as empresas da amostra, o índice usado para medir a qualidade das práticas de governança das empresas estatais e privadas (IPGC) bem como a metodologia e os modelos estimados para testar as hipóteses da pesquisa.

### 3 Dados e Metodologia

#### 3.1 Dados

A amostra abrange 444 companhias (25 estatais e 419 privadas) listadas na Bovespa nos anos de 2002 a 2007. O número de empresas varia a cada ano em virtude da disponibilidade de dados. A amostra não inclui empresas sem informações disponíveis ou completas. Em 2007, a amostra contém 368 empresas (25 estatais e 343 privadas), que representam 91% do número de companhias registradas na Bovespa e aproximadamente 87% da capitalização de mercado total da Bovespa. A Tabela 1 mostra as 25 empresas estatais analisadas no período de 2002 a 2007.

**Tabela 1**  
**Empresas Estatais da Amostra**

---

Banco da Amazônia S.A.
Banco de Brasília S.A. – BRB
Banco do Brasil S.A.
Banco do Estado de Santa Catarina S.A. – Besc
Banco do Estado do Espírito Santo S.A. – Banestes
Banco do Estado do Pará S.A. – Banpará
Banco do Estado do Piauí S.A. – BEP
Banco do Estado do Rio Grande do Sul S.A – Banrisul
Banco do Nordeste do Brasil S.A.
Banco do Estado de Sergipe S.A. – Banese
Banco Nossa Caixa S.A.
Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – Eletrobrás
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A – Celesc
Cia Catarinense de Águas e Saneamento – Casan
Cia de Saneamento de Minas Gerais – Copasa
Cia de Saneamento do Paraná – Sanepar
Cia de Saneamento de São Paulo – Sabesp
Cia Energética de Brasília – CEB
Cia Energética de Minas Gerais – Cemig
Cia Energética de São Paulo – Cesp
Cia Paranaense de Energia – Copel
Petrobras Química S.A. – Petroquisa
Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás
São Paulo Turismo S.A.
Telec. Brasileiras S.A. – Telebrás

---

As informações contábeis e de mercado são coletadas no banco de dados Economática e as informações sobre as práticas de governança corporativa vêm dos informativos anuais (IANs) submetidos pelas companhias à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Uma vez que a governança corporativa está relacionada com o controle das empresas, é fundamental identificar a estrutura de controle e propriedade, tanto o nível concentração quanto a origem do capital (estatal ou privado). Portanto, a estrutura de controle e propriedade tem duas dimensões principais: a identidade do maior acionista e a concentração do capital por ele possuída.

De 2002 a 2007, as empresas da amostra foram divididas em dois grupos de acordo com a origem do capital: estatal e privado. Uma empresa tem controle estatal quando a União, Estados ou Municípios possuem, direta ou indiretamente, mais de 50% do capital votante. Analisamos as estruturas de controle (capital votante, representado pelas ações ordinárias) e propriedade (capital total, representado por ações ordinárias e preferenciais). Os direitos de fluxo de caixa e voto podem ser bastantes diferentes devido ao uso de ações não-votantes e estruturas indiretas, chamadas de pirâmides – estruturas em que uma entidade controla uma empresa que, por sua vez, controla outras empresas, e assim por diante.

Neste trabalho, também consideramos os acordos de acionistas sobre exercício do direito a voto ou do poder de controle. Portanto, se existir na companhia um acordo de acionista regulando o direito de voto em conjunto entre mais de um acionista, considerou-se esse grupo como uma unidade de análise, ou seja, o grupo de acionistas com acordo de voto é considerado um só acionista agindo em bloco.

O objetivo da classificação das empresas de acordo com a identidade do maior acionista é verificar se existe diferença significativa entre as empresas estatais e privadas no que se refere às práticas de governança corporativa, valor de mercado e política de dividendos.

### ***3.2 Índice de Práticas de Governança Corporativa***

Visando analisar as práticas de governança corporativa das empresas estatais e privadas, utilizamos o índice de práticas de governança corporativa (IPGC), desenvolvido por Leal e Carvalhal da Silva (2007). O IPGC é composto de itens que podem ser avaliados objetivamente, sem a necessidade de entrevistas, que tendem a ser subjetivas e limitar o número de empresas na amostra.

O objetivo é medir a qualidade das práticas de governança do maior número possível de empresas, sem os vieses e as baixas taxas de resposta das entrevistas e questionários de opinião. O índice é calculado a partir de informações públicas, como por exemplo, documentos submetidos a CVM, relatórios anuais das empresas e demonstrativos financeiros.

O IPGC se baseia em quatro categorias (transparência, conselho de administração, ética e conflitos de interesse e direitos dos acionistas) e é construído a partir de um questionário de 20 perguntas<sup>3</sup> do tipo “sim” ou “não”, com a resposta afirmativa representando uma ação ou prática favorável de governança corporativa. Uma resposta “sim” confere um ponto no índice, enquanto a resposta “não” confere zero ponto. O índice pode atingir valores de 0 a 20. Quanto maior o valor do IPGC, melhores são as práticas de governança da empresa.

O índice é computado sem ponderação entre as perguntas, o que torna seu cálculo mais fácil e objetivo. De forma similar, outros estudos (La Porta et al. (1998), Gompers et al. (2003), Black et al. (2006) e Klapper e Love (2004)) calculam índices sem ponderação entre as perguntas. A Tabela 2 mostra o IPGC, dividido em quatro sub-índices: transparência, conselho de administração, ética e conflitos de interesse e direitos dos acionistas.

---

<sup>3</sup> No estudo original de Leal e Carvalhal da Silva (2007), o IPGC contém 24 perguntas. O índice usado neste trabalho é uma versão resumida do IPGC original e contém 20 perguntas, selecionadas entre as que mais diferenciam as empresas no tocante às práticas de governança. O IPGC resumido é utilizado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) para premiar anualmente as empresas brasileiras com melhores práticas de governança.

**Tabela 2**  
**Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC)**

<i>Transparência</i>
1. A companhia divulga informações sobre políticas para lidar com conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas?
2. A companhia divulga a remuneração da administração, desagregando o percentual pago ao conselho e à diretoria ou as proporções pagas sob a forma de remuneração fixa e variável?
3. A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas nos últimos 5 anos?
4. O <i>website</i> da companhia possui uma seção de relações com os investidores, sendo possível obter o relatório anual?
5. O <i>website</i> disponibiliza as apresentações realizadas para analistas de mercado?
6. O relatório anual inclui uma seção específica dedicada à governança corporativa?
<i>Conselho de Administração</i>
7. Presidente do Conselho e Diretor Presidente são pessoas diferentes?
8. A empresa possui comitês do conselho?
9. Exceto o Diretor Presidente, o conselho é composto apenas por membros externos?
10. O conselho tem entre 5 e 9 membros?
11. Os membros do conselho têm mandatos de 1 a 2 anos?
<i>Ética e Conflitos de Interesse</i>
12. O percentual de ações não votantes é menor do que 20% do capital total?
13. O percentual das ações votantes do grupo controlador é igual ou menor que o percentual do total de ações?
14. A companhia proíbe empréstimos ou garantias ao controlador e outras partes relacionadas?
15. A companhia facilita a participação dos acionistas nas assembleias, não exigindo o envio prévio da documentação e adotando o princípio da boa fé?
<i>Direitos dos Acionistas</i>
16. A companhia concede direitos de voto além da lei?
17. A companhia garante direitos de <i>tag-along</i> além da lei?
18. Não existe estrutura indireta de controle?
19. Os acordos entre sócios não vinculam o exercício do direito de voto dos conselheiros?
20. O <i>free-float</i> é igual ou maior do que 25%?

A dimensão “transparência” engloba itens como divulgação de informações sobre políticas para lidar com conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas; divulgação da remuneração dos administradores (desagregando o percentual pago ao

conselho e à diretoria ou as proporções pagas sob a forma de remuneração fixa e variável); parecer de auditoria independente sem ressalvas nos últimos 5 anos; divulgação do relatório anual na seção de relações com investidores no *website* da companhia; divulgação das apresentações no *website* da companhia; e presença de uma seção específica de governança corporativa no relatório anual.

O sub-índice “conselho de administração” analisa se o presidente do conselho é diferente do diretor presidente; se a empresa possui comitês do conselho (ex.: auditoria, governança, etc); se o conselho é composto apenas por membros externos com exceção do diretor presidente; e se o conselho é composto de 5 a 9 membros, com mandato unificado de 1 a 2 anos.

Em relação à dimensão de “ética e conflitos de interesse”, é verificado se a porcentagem de ações não votantes é menor do que 20% do capital total; se o percentual das ações votantes do grupo controlador é igual ou menor que o percentual do total de ações; se a companhia proíbe empréstimos ou garantias ao controlador e outras partes relacionadas; e se a companhia facilita a participação dos acionistas nas assembleias, não exigindo o envio prévio da documentação e adotando o princípio da boa fé.

Os “direitos dos acionistas” relacionam-se com direitos adicionais de voto além da lei; direitos de *tag-along* além da lei; inexistência de estrutura indireta de controle; presença de acordos de acionistas que não vinculam ou restringem o exercício do direito de voto dos conselheiros; e *free-float* igual ou superior a 25%.

### **3.3 Metodologia e Modelos**

Para testar as hipóteses da pesquisa, rodamos inicialmente um teste não paramétrico de comparação de medianas para verificar se existe diferença entre as práticas de governança corporativa, valor de mercado e política de dividendos das empresas estatais e privadas. Adicionalmente, mesmo entendendo que os testes não-paramétricos são mais robustos, também rodamos um teste t de comparação de médias.

Para medir o valor das empresas, utilizou-se o *price/book* (PTB), que representa o valor de mercado das ações dividido pelo valor contábil das ações. Diversos autores (Morck, Shleifer e Vishny (1988), McConnel e Servaes (1990) e La Porta et al. (2000a, 2002)) utilizam essa variável para medir o valor de mercado das empresas. Para medir a

política de dividendos, utilizamos o *payout*, calculado como o percentual do lucro líquido distribuído sob a forma de dividendos.

Posteriormente, conduzimos análises econométricas mais rigorosas, contemplando os procedimentos de regressão por mínimos quadrados generalizados (*Feasible Generalized Least Squares* – FGLS), painéis com efeitos fixos e sistemas de equações simultâneas. Essas técnicas justificam-se no presente trabalho pelo fato de a nossa amostra conter dados em seção cruzada (*cross-section*) e temporais (2002 a 2007), com fortes indícios de heteroscedasticidade e endogeneidade nas variáveis. O objetivo da estimação por 3 métodos distintos é possibilitar análises mais robustas da relação entre origem do capital (estatal ou privado), práticas de governança, valor de mercado e *payout* das empresas brasileiras. Os modelos são estimados de acordo com as equações a seguir:

$$IPGC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESTATAL_{i,t} + \alpha_2 TAM_{i,t} + \alpha_3 VOTO_{i,t} + \alpha_4 TOTAL_{i,t} + \alpha_5 ALAV_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + u_{i,t}$$

$$PTB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESTATAL_{i,t} + \beta_2 IPGC_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 VOTO_{i,t} + \beta_5 TOTAL_{i,t} + \beta_6 ALAV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$PAYOUT_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 ESTATAL_{i,t} + \gamma_2 IPGC_{i,t} + \gamma_3 TAM_{i,t} + \gamma_4 VOTO_{i,t} + \gamma_5 TOTAL_{i,t} + \gamma_6 ALAV_{i,t} + \gamma_7 ROA_{i,t} + \gamma_8 DISP_{i,t} + v_{i,t}$$

onde  $IPGC_{i,t}$  é o índice de práticas de governança corporativa da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $PTB_{i,t}$  é o o valor da empresa, medido pelo *price/book* (razão entre o valor de mercado das ações e o valor contábil das ações) da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $PAYOUT_{i,t}$  é o *payout* (razão entre dividendo e lucro líquido) da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $ESTATAL_{i,t}$  é uma variável *dummy* que assume o valor de 1 quando o controle da empresa  $i$  no ano  $t$  é estatal,  $TAM_{i,t}$  é o tamanho (logaritmo do ativo total) da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $VOTO_{i,t}$  é o percentual de capital votante do acionista controlador da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $TOTAL_{i,t}$  é o percentual de capital total do acionista controlador da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $ALAV_{i,t}$  é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e o passivo total) da empresa  $i$  no ano  $t$ ,  $ROA_{i,t}$  é o retorno sobre o ativo (razão entre o lucro operacional e o ativo total) da

empresa  $i$  no ano  $t$  e  $DISP_{i,t}$  é a disponibilidade (razão entre o ativo circulante e o ativo total) da empresa  $i$  no ano  $t$ .

Além do *IPGC*, que mede as práticas de governança como um todo, também usamos cada um dos quatro sub-índices do *IPGC* para analisar as práticas específicas de governança, entre elas, transparência (*TRANS*), conselho de administração (*CONS*), ética e conflitos de interesse (*ETICA*) e direitos dos acionistas (*DIR*).

Vale ressaltar que, em todas as especificações, foram inseridas variáveis *dummies* setoriais, para controlar as características de setores específicos da economia. A idéia por trás desse ajuste é que cada setor industrial pode estar em um estágio diverso de maturidade, crescimento e apresentar peculiaridades que determinam as práticas de governança, o valor de mercado e a política de dividendos de suas companhias.

#### **4 Análise dos Resultados**

A Tabela 3 mostra a evolução do *IPGC* das empresas estatais e privadas de 2002 a 2007. Os resultados indicam que as práticas de governança das empresas estatais são melhores do que as das firmas privadas. Em todos os anos analisados, a média e mediana do *IPGC* das empresas estatais são maiores do que as das firmas privadas. A diferença entre a média dos *IPGCs* das empresas estatais e privadas era 1,2 (*IPGC* de 8,8 para as empresas estatais e 7,6 para as firmas privadas) em 2002, subiu para 2,3 em 2005 (*IPGC* de 10,7 para as empresas estatais e 8,4 para as firmas privadas) e terminou em 1,5 em 2007 (*IPGC* de 12,0 para as empresas estatais e 10,5 para as firmas privadas). Conforme pode ser visto no Painel A da Tabela 3, as diferenças de médias e medianas são estatisticamente e economicamente significativas.

A análise dos *IPGCs* mínimos em 2007 revela que a empresa estatal com pior *IPGC* (6,0) apresenta práticas de governança bem melhores do que a firma privada com pior *IPGC* (3,0). Além disso, o menor *IPGC* das empresas estatais (5,0 em 2002) é bem superior ao das firmas privadas (2,0 de 2004 a 2006). Portanto, os resultados indicam que as firmas privadas vêm apresentando piores práticas de governança do que as empresas estatais nos últimos anos.

**Tabela 3****Evolução das Práticas de Governança das Empresas Estatais e Privadas**

Estatística descritiva do índice de práticas de governança corporativa (IPGC) e de seus quatro sub-índices (TRANS, CONS, ETICA e DIR) das empresas estatais e privadas no período de 2002 a 2007. Os valores máximos de cada índice são: 20 (IPGC), 6 (TRANS), 5 (CONS), 4 (ETICA) e 5 (DIR). Foram realizados testes de comparação de médias e medianas. \*\*\*, \*\* e \* indicam diferenças de médias e medianas estatisticamente significativas a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

**Painel A: IPGC**

Estatística	Empresa	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Média	Estatal	8,8**	8,7***	9,9***	10,7***	11,5***	12,0*
	Privada	7,6	7,7	7,8	8,4	9,3	10,5
Mediana	Estatal	8,6**	8,3**	10,0***	10,0***	11,0***	12,0**
	Privada	7,3	7,9	7,0	8,0	9,0	11,0
Mínimo	Estatal	5,0	6,8	6,0	6,0	7,0	6,0
	Privada	4,2	4,6	2,0	2,0	2,0	3,0
Máximo	Estatal	16,7	15,0	17,0	18,0	17,0	18,0
	Privada	14,2	13,2	16,0	17,0	18,0	18,0

**Painel B: TRANS**

Estatística	Empresa	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Média	Estatal	3,1	3,1	3,1**	3,5**	3,8	4,0
	Privada	2,8	3,0	2,3	2,7	3,1	3,6
Mediana	Estatal	3,0	2,9	3,0**	4,0**	4,0	4,0
	Privada	3,0	2,9	2,0	2,0	3,0	4,0
Mínimo	Estatal	2,0	2,1	0,0	0,0	1,0	0,0
	Privada	1,0	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Máximo	Estatal	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
	Privada	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0

Tabela 3 (Cont.)

## Evolução das Práticas de Governança das Empresas Estatais e Privadas

*Painel C: CONS*

Estatística	Empresa	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Média	Estatal	2,6***	2,0*	2,8	2,9*	3,2***	3,6**
	Privada	1,8	1,6	2,4	2,5	2,6	3,1
Mediana	Estatal	2,5	1,7*	3,0	3,0*	3,0***	4,0**
	Privada	1,7	1,7	2,0	2,0	3,0	3,0
Mínimo	Estatal	0,8	0,0	1,0	1,0	2,0	2,0
	Privada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Máximo	Estatal	5,0	4,2	5,0	5,0	5,0	5,0
	Privada	4,2	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0

*Painel D: ETICA*

Estatística	Empresa	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Média	Estatal	1,9*	2,1	1,4*	1,5***	1,4	1,3
	Privada	1,7	2,0	1,1	1,0	1,2	1,2
Mediana	Estatal	1,7*	1,7	1,0**	2,0***	2,0*	1,0
	Privada	1,3	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0
Mínimo	Estatal	1,3	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
	Privada	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Máximo	Estatal	3,3	3,4	3,0	3,0	3,0	3,0
	Privada	3,3	3,4	3,0	3,0	3,0	4,0

*Painel E: DIR*

Estatística	Empresa	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Média	Estatal	1,4	1,7***	2,6***	2,8***	3,0**	3,1*
	Privada	1,5	1,3	2,1	2,2	2,4	2,6
Mediana	Estatal	0,8	1,9***	3,0***	3,0***	3,0**	3,0*
	Privada	1,7	1,3	2,0	2,0	2,0	3,0
Mínimo	Estatal	0,0	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0
	Privada	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Máximo	Estatal	3,3	3,1	5,0	5,0	5,0	5,0
	Privada	5,0	2,8	5,0	5,0	5,0	5,0

Em relação ao IPGCs máximos, as melhores práticas de governança das empresas estatais são próximas das firmas privadas. Nos primeiros anos de análise, o IPGC máximo das empresas estatais é superior ao das firmas privadas. Nos anos mais recentes, os IPGCs máximos dos dois grupos de empresas se aproximam e atingem 18,0 em 2007.

Os Painéis B a E da Tabela 3 revelam que as práticas de governança da empresas estatais são melhores em várias dimensões do IPGC. Em 2007, as empresas estatais possuem melhor práticas em conselho de administração (média de 3,6 para empresas estatais e 3,1 para firmas privadas) e direitos dos acionistas (média de 3,1 para empresas estatais e 2,6 para firmas privadas). Esses resultados são significativos do ponto de vista estatístico e econômico e persistem em quase todos os anos analisados. Nas dimensões transparência e ética e conflitos de interesse, as práticas das empresas estatais são melhores do que as das firmas privadas apenas em alguns anos.

A Tabela 4 analisa cada uma das 20 questões do IPGC no ano de 2007<sup>4</sup>, reportando o percentual de empresas estatais e privadas que adotam cada prática. Existem muitas diferenças entre os dois grupos de empresas. As empresas estatais têm melhores práticas de governança em 12 questões (4 em transparência, 4 em conselho de administração, 2 em ética e conflitos de interesse e 2 em direitos dos acionistas).

Na dimensão transparência, as empresas estatais possuem melhores práticas em 4 dos 6 atributos: divulgação de informações sobre políticas para lidar com conflitos de interesses (72% das empresas estatais adotam tal prática versus 59% das firmas privadas), divulgação da remuneração dos administradores (76% versus 34%), divulgação do relatório anual na seção de relações com investidores no *website* da companhia (80% versus 66%), seção específica de governança corporativa no relatório anual (68% versus 55%). Por outro lado, as firmas privadas possuem melhores práticas em parecer de auditoria independente sem ressalvas nos últimos 5 anos (80% versus 56%) e divulgação das apresentações no *website* da companhia (48% versus 44%).

---

<sup>4</sup> Os resultados para os anos de 2002 a 2006 são substancialmente iguais aos de 2007 e não foram reportados por questões de espaço, mas encontram-se disponíveis mediante solicitação aos autores.

Tabela 4

**Práticas de Governança das Empresas Estatais e Privadas em 2007**

Percentual de empresas estatais e privadas que adotam cada uma das 20 práticas do índice de práticas de governança corporativa (IPGC) em 2007.

Prática	Estatal	Privada
1. A companhia divulga informações sobre políticas para lidar com conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas?	72%	59%
2. A companhia divulga a remuneração da administração, desagregando o percentual pago ao conselho e à diretoria ou as proporções pagas sob a forma de remuneração fixa e variável?	76%	34%
3. A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas nos últimos 5 anos?	56%	80%
4. O <i>website</i> da companhia possui uma seção de relações com os investidores, sendo possível obter o relatório anual?	80%	66%
5. O <i>website</i> disponibiliza as apresentações realizadas para analistas de mercado?	44%	48%
6. O relatório anual inclui uma seção específica dedicada à governança corporativa?	68%	55%
7. Presidente do Conselho e Diretor Presidente são pessoas diferentes?	88%	68%
8. A empresa possui comitês do conselho?	12%	24%
9. Exceto o Diretor Presidente, o conselho é composto apenas por membros externos?	96%	75%
10. O conselho tem entre 5 e 9 membros?	80%	67%
11. Os membros do conselho têm mandatos de 1 a 2 anos?	84%	73%
12. O percentual de ações não votantes é menor do que 20% do capital total?	32%	46%
13. O percentual das ações votantes do grupo controlador é igual ou menor que o percentual do total de ações?	48%	42%
14. A companhia proíbe empréstimos ou garantias ao controlador e outras partes relacionadas?	0%	3%
15. A companhia facilita a participação dos acionistas nas assembléias, não exigindo o envio prévio da documentação e adotando o princípio da boa fé?	52%	39%
16. A companhia concede direitos de voto além da lei?	32%	43%
17. A companhia garante direitos de <i>tag-along</i> além da lei?	32%	44%
18. Não existe estrutura indireta de controle?	96%	29%
19. Os acordos entre sócios não vinculam o exercício do direito de voto dos conselheiros?	88%	73%
20. O <i>free-float</i> é igual ou maior do que 25%?	60%	75%

Em relação ao conselho de administração, as empresas estatais possuem melhores práticas em 4 dos 5 atributos: pessoas diferentes nos cargos de Presidente do Conselho e da Diretoria (88% versus 68%), presença de conselheiros externos (96% versus 75%), tamanho do conselho de 5 a 9 membros (80% versus 67%) e mandato unificado de 1 a 2 anos para os conselheiros (84% versus 73%). O único atributo de conselho de administração em que as firmas privadas possuem melhores práticas é a presença de comitês no conselho (24% versus 12%).

A dimensão de ética e conflitos de interesse é mais equilibrada entre as empresas estatais e privadas. As empresas estatais possuem melhores práticas em 2 dos 4 atributos: percentual de ações votantes do grupo controlador igual ou inferior ao percentual total de ações (48% versus 42%) e facilidade na participação dos acionistas nas assembléias (52% versus 39%). Por outro lado, as firmas privadas apresentam melhores práticas em percentagem de ações não votantes inferior a 20% do capital total (46% versus 32%) e proibição de empréstimos e/ou garantias em favor do controlador e outras partes relacionadas (3% versus 0%).

Na dimensão de direitos dos acionistas, as empresas estatais possuem melhores práticas em 2 dos 5 atributos: inexistência de estrutura indireta de controle (96% versus 29%) e acordos de acionistas que não vinculam ou restringem o exercício do direito de voto dos conselheiros (88% versus 73%). Por outro lado, as firmas privadas apresentam melhores práticas em concessão de voto além do exigido pela lei (43% versus 32%), concessão de *tag-along* além da lei (44% versus 32%) e *free-float* igual ou superior a 25% (75% versus 60%).

A Tabela 5 mostra as estatísticas descritivas das principais variáveis do estudo no final de 2007. O IPGC e os sub-índices de conselho de administração e direitos dos acionistas são maiores nas empresas estatais, indicando que as empresas controladas pelo Estado possuem melhores práticas de governança do que as firmas privadas.

A tabela mostra também o valor (PTB) e o *payout* das empresas estatais e privadas. Embora o PTB e o *payout* das firmas privadas pareçam maiores do que os das empresas estatais (PTB de 2,8 e 2,5, respectivamente e *payout* de 58,0% e 26,9%, respectivamente), as diferenças de médias e medianas não são estatisticamente significativas. Portanto, não podemos concluir que firmas privadas são mais bem avaliadas e distribuem mais dividendos do que as empresas estatais.

**Tabela 5**  
**Estatística Descritiva das Variáveis em 2007**

Estatística descritiva em 2007: índices de governança (IPGC, TRANS, CONS, ETICA e DIR), PTB (*price/book*), PAYOUT (dividendo/lucro), TAM (tamanho), VOTO (capital votante do controlador), TOTAL (capital total do controlador), ALAV (alavancagem), ROA (retorno sobre ativo) e DISP (disponibilidade). \*\*\*, \*\* e \* indicam diferenças de médias e medianas estatisticamente significativas a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

***Painel A: Empresas Estatais***

Variável	Média	Mediana	Min	1º Quartil	3º Quartil	Max
IPGC	12,0*	12,0**	6,0	10,0	14,0	18,0
TRANS	4,0	4,0	0,0	2,0	6,0	6,0
CONS	3,6**	4,0**	2,0	3,0	4,0	5,0
ETICA	1,3	1,0	0,0	1,0	2,0	3,0
DIR	3,1*	3,0*	1,0	2,0	4,0	5,0
PTB	2,5	1,6	-2,8	1,0	3,1	13,3
PAYOUT	26,9	28,0	0,0	20,0	38,6	55,3
TAM	15,6***	15,6***	12,0	14,1	16,8	19,7
VOTO	76,6***	82,1***	50,2	58,6	94,1	100,0
TOTAL	65,2***	65,3***	20,2	47,6	89,9	100,0
ALAV	72,2	72,7	24,5	47,4	92,4	171,1
ROA	3,4	2,9	-10,5	1,4	5,8	9,3
DISP	0,4	0,4	0,1	0,2	0,6	0,8

***Painel B: Empresas Privadas***

Variável	Média	Mediana	Min	1º Quartil	3º Quartil	Max
IPGC	10,5	11,0	3,0	7,0	14,0	18,0
TRANS	3,6	4,0	0,0	2,0	5,0	6,0
CONS	3,1	3,0	0,0	2,0	4,0	5,0
ETICA	1,2	1,0	0,0	0,0	2,0	4,0
DIR	2,6	3,0	0,0	2,0	4,0	5,0
PTB	2,8	2,1	-28,9	1,3	3,3	62,0
PAYOUT	58,0	27,6	-77,8	0,0	50,1	4343,5
TAM	13,8	13,9	6,7	12,8	15,0	19,6
VOTO	54,9	54,6	0,0	28,1	83,7	100,0
TOTAL	46,1	41,4	7,2	24,4	63,7	100,0
ALAV	72,8	60,4	0,0	43,7	80,1	746,0
ROA	2,4	3,0	-85,2	-0,1	7,9	99,9
DISP	0,5	0,5	0,0	0,3	0,7	1,0

A concentração de controle e propriedade é maior nas empresas estatais (76,6% do capital votante e 65,2% do capital total nas mãos do acionista controlador) do que nas firmas privadas (54,9% do capital votante e 46,1% do capital total nas mãos do acionista controlador). Em ambos os grupos de empresas, pode-se notar diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas.

As empresas estatais são maiores (logaritmo do ativo total igual a 15,6) do que as firmas privadas (logaritmo do ativo total igual a 13,8). Não existem diferenças estatisticamente significativas entre a alavancagem, ROA e disponibilidade de ativo circulante nos dois grupos de empresas.

Em seguida, rodamos regressões FGLS para cada ano da amostra (2002 a 2007). A Tabela 6 mostra os resultados das regressões FGLS com as práticas de governança como variável dependente no ano de 2007<sup>5</sup>. Rodamos 5 especificações, incluindo como variável dependente o IPGC e cada um dos 4 sub-índices.

Os resultados indicam que empresas estatais possuem melhores práticas de governança do que as firmas privadas. O coeficiente do IPGC é positivo e estatisticamente significativo a 1%. Analisando cada sub-índice do IPGC isoladamente, pode-se notar que as empresas estatais possuem melhores práticas em direitos dos acionistas (significância estatística a 1%) e conselho de administração (significância estatística a 10%). Esses resultados são consistentes com os da Tabela 5.

Em relação às variáveis de concentração de controle e propriedade, os sinais dos coeficientes confirmam o previsto pela teoria. O coeficiente negativo do capital votante indica que maior concentração dos direitos de voto nas mãos do acionista controlador é associada a piores práticas de governança. Por outro lado, o coeficiente positivo do capital total confirma que maior concentração dos direitos de fluxo de caixa está relacionada com melhores as práticas de governança. O tamanho, alavancagem e ROA apresentam coeficientes positivos, indicando que empresas maiores, mais alavancadas e mais rentáveis apresentam melhores práticas de governança.

---

<sup>5</sup> Os resultados para os anos de 2002 a 2006 (não reportados) são semelhantes aos de 2007 e encontram-se disponíveis mediante solicitação aos autores.

**Tabela 6****Relação entre Práticas de Governança e Origem do Capital (Estatal ou Privado)**

Regressões por mínimos quadrados generalizados (FGLS) com as práticas de governança (IPGC, TRANS, CONS, ETICA, DIR) como variáveis dependentes no ano de 2007. Os valores-p do teste t são reportados entre parênteses. Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	IPGC	TRANS	CONS	ETICA	DIR
INTERCEPTO	3,27** (0,02)	-3,32*** (0,00)	0,71 (0,12)	2,09*** (0,00)	3,80*** (0,00)
ESTATAL	1,20*** (0,00)	-0,29 (0,24)	0,26* (0,10)	0,19 (0,20)	0,83*** (0,00)
TAM	0,71*** (0,00)	0,57*** (0,00)	0,19*** (0,00)	0,05* (0,08)	-0,01 (0,85)
VOTO	-0,03*** (0,00)	0,00 (0,49)	0,00 (0,23)	-0,02*** (0,00)	-0,01** (0,02)
TOTAL	0,00 (0,71)	0,01*** (0,01)	0,00 (0,89)	0,02*** (0,00)	0,01*** (0,00)
ALAV	0,01*** (0,01)	0,00* (0,10)	0,00*** (0,01)	0,00 (0,18)	0,00** (0,02)
ROA	0,03** (0,02)	0,01 (0,14)	0,01 (0,17)	0,00 (0,63)	0,01 (0,14)
R <sup>2</sup> ajustado	0,29	0,41	0,15	0,15	0,18

A Tabela 7 mostra os resultados das regressões FGLS com o valor das empresas como variável dependente. A especificação I inclui o IPGC como variável independente, enquanto as especificações II a V incluem cada sub-índice isoladamente.

Existe uma relação positiva entre governança e valor das empresas. Todos os coeficientes do IPGC e dos sub-índices (exceto conselho de administração) são positivos e estatisticamente significativos. Além disso, controlando pelo efeito das práticas de governança, não existe relação significativa entre valor das empresas e origem do capital, ou seja, não podemos afirmar que as firmas privadas são mais bem avaliadas do que as empresas estatais.

O coeficiente negativo do capital votante indica que maior concentração dos direitos de voto nas mãos do acionista controlador é associada a menor valor das

empresas. Conforme o previsto pela teoria, a alavancagem e o ROA apresentam relação positiva com o valor das empresas.

**Tabela 7**

**Relação entre Valor da Empresa e Origem do Capital (Estatual ou Privado)**

Regressões por mínimos quadrados generalizados (FGLS) com o valor da empresa (PTB) como variável dependente no ano de 2007. Os valores-p do teste t são reportados entre parênteses. Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	I	II	III	IV	V
INTERCEPTO	-1,43 (0,36)	-0,64 (0,78)	-0,94 (0,66)	-2,22 (0,19)	-4,22* (0,07)
ESTATAL	-0,76 (0,43)	-0,90 (0,50)	-1,01 (0,33)	-1,47 (0,18)	-1,29 (0,16)
IPGC	0,17** (0,02)				
TRANS		0,44** (0,02)			
CONS			0,19 (0,40)		
ETICA				1,14*** (0,00)	
DIR					0,61** (0,03)
TAM	0,03 (0,81)	-0,03 (0,89)	0,13 (0,39)	0,16 (0,15)	0,17 (0,25)
VOTO	0,01 (0,43)	-0,03** (0,03)	-0,02 (0,13)	0,00 (0,71)	-0,02* (0,09)
TOTAL	-0,01 (0,46)	0,03* (0,07)	0,01 (0,41)	0,00 (0,99)	0,02 (0,36)
ALAV	0,01* (0,10)	0,03*** (0,00)	0,02* (0,08)	0,00 (0,55)	0,04*** (0,00)
ROA	0,20*** (0,00)	0,25*** (0,00)	0,24*** (0,00)	0,27*** (0,00)	0,30*** (0,00)
R <sup>2</sup> ajustado	0,23	0,24	0,19	0,42	0,28

A Tabela 8 mostra os resultados das 5 especificações FGLS para o estudo do *payout* das empresas brasileiras. O coeficiente negativo da variável ESTATAL indica

que as empresas estatais distribuem menos dividendos do que as firmas privadas. Além disso, existem evidências que maior concentração dos direitos de voto nas mãos do acionista controlador é associada a menor distribuição de dividendos.

**Tabela 8**

**Relação entre *Payout* da Empresa e Origem do Capital (Estatal ou Privado)**

Regressões por mínimos quadrados generalizados (FGLS) com a distribuição de dividendos (PAYOUT) como variável dependente no ano de 2007. Os valores-p do teste t são reportados entre parênteses. Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	I	II	III	IV	V
INTERCEPTO	-7,82 (0,91)	17,25 (0,86)	-5,95 (0,93)	-18,39 (0,75)	-52,74 (0,12)
ESTATAL	-31,85*** (0,00)	-25,93*** (0,00)	-29,42*** (0,00)	-28,58*** (0,00)	-40,17** (0,03)
IPGC	4,65 (0,39)				
TRANS		4,62 (0,47)			
CONS			9,98 (0,31)		
ETICA				8,15 (0,45)	
DIR					15,36 (0,41)
TAM	2,45 (0,64)	3,14 (0,56)	3,86 (0,28)	6,15*** (0,00)	5,87*** (0,01)
VOTO	-0,64** (0,03)	-0,79* (0,07)	-0,76* (0,06)	-0,64** (0,04)	-0,67** (0,03)
TOTAL	0,29 (0,37)	0,35 (0,18)	0,29 (0,39)	0,15 (0,77)	0,44** (0,05)
ALAV	-0,03 (0,62)	-0,05 (0,55)	-0,05 (0,58)	-0,05 (0,56)	-0,04 (0,62)
ROA	0,30 (0,53)	0,36 (0,36)	0,36 (0,35)	0,39 (0,30)	0,30 (0,54)
DISP	11,96 (0,73)	20,79 (0,49)	22,00 (0,45)	25,38 (0,39)	13,95 (0,69)
R <sup>2</sup> ajustado	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

## 5 Análise da Robustez dos Resultados

Os resultados das regressões FGLS indicam que as empresas estatais possuem melhores práticas de governança do que as firmas privadas e que não existe diferença significativa entre os valores de mercado de ambos os grupos de empresas. Além disso, as empresas estatais têm *payout* menor do que as firmas privadas. Nesta seção, rodamos painéis com efeitos fixos e sistemas de equações simultâneas para analisar a robustez dos resultados das equações FGLS.

### 5.1 Análise de Painel

Para análise da relação entre origem do capital (estatal ou privado), práticas de governança, valor de mercado e *payout* das empresas brasileiras, utilizamos a análise de dados em painel, uma vez que o estudo caracteriza-se por uma análise *cross-section* em uma série temporal. A análise de dados em painel apresenta muitas vantagens no tratamento de dados onde variações *cross-section* e efeitos dinâmicos são relevantes. Rodamos modelos em dados de painel com efeito fixo, após o teste de Hausman indicar que esse modelo é mais adequado do que o painel com efeitos aleatórios. Controlamos os efeitos fixos por empresa (*cross-section*) e tempo (anos de 2002 a 2007)

A Tabela 9 mostra os resultados dos modelos de painel com o IPGC e seus sub-índices como variáveis dependentes. Os resultados são coerentes com os das equações FGLS e indicam que empresas estatais possuem melhores práticas de governança do que firmas privadas.

Analisando cada dimensão do IPGC isoladamente, pode-se concluir que as empresas estatais possuem melhores práticas em transparência (significância estatística a 5%), ética e conflitos de interesse e direitos dos acionistas (significâncias estatísticas a 1%). Os resultados para os sub-índices do IPGC são diferentes dos estimados pela regressão FGLS, os quais indicam que as empresas estatais possuem melhores práticas em conselho de administração (significância estatística a 10%) e direitos dos acionistas (significância estatística a 1%).

Uma vez que a análise FGLS abrange somente dados *cross-section* em 2007 e o painel engloba dados *cross-section* e temporais (2002 a 2007), os resultados da análise

de painel são mais confiáveis. Portanto, pode-se concluir que as práticas de governança das empresas estatais são melhores do que as das firmas privadas, principalmente em transparência, ética e conflitos de interesse e direitos dos acionistas.

**Tabela 9**

**Análise de Painel entre Governança e Origem do Capital (Estatual ou Privado)**

Regressões de painel com efeitos fixos com as práticas de governança (IPGC, TRANS, CONS, ETICA, DIR) como variáveis dependentes de 2002 a 2007. Os valores-p do teste t são reportados entre parênteses. Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	IPGC	TRANS	CONS	ETICA	DIR
INTERCEPTO	1,33*** (0,00)	-2,82*** (0,00)	-0,39** (0,03)	1,85*** (0,00)	2,52*** (0,00)
ESTATAL	0,78*** (0,00)	0,26** (0,02)	0,06 (0,49)	0,33*** (0,00)	0,61*** (0,00)
TAM	0,65*** (0,00)	0,47*** (0,00)	0,21*** (0,00)	-0,04*** (0,00)	0,02** (0,04)
VOTO	-0,01*** (0,00)	0,00 (0,11)	0,00 (0,97)	-0,01*** (0,00)	-0,00*** (0,00)
TOTAL	0,01 (0,11)	0,01*** (0,00)	0,00 (0,97)	0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)
ALAV	0,00 (0,23)	0,00 (0,17)	0,00 (0,74)	0,00 (0,83)	0,00 (0,28)
ROA	0,00 (0,05)	0,00*** (0,01)	0,00 (0,44)	0,00 (0,95)	0,00** (0,02)
R <sup>2</sup> ajustado	0,23	0,31	0,14	0,09	0,13

Em relação às variáveis de controle e propriedade, os sinais dos coeficientes são coerentes com a teoria. O coeficiente negativo do capital votante e o coeficiente positivo do capital total confirmam a hipótese de que maior concentração dos direitos de voto é associada a piores práticas de governança e maior concentração dos direitos de fluxo de caixa é associada a melhor governança.

A Tabela 10 mostra os resultados da análise de painel com o valor das empresas como variável dependente. Os resultados são semelhantes aos das regressões FGLS e indicam que, controlando pelo efeito das práticas de governança, não existe diferença significativa entre o valor de mercado das empresas estatais e privadas. Além disso,

existe uma relação positiva entre governança e valor das empresas. Ao contrário das regressões FGLS, em que a dimensão do conselho de administração não se mostra significativa, todos os coeficientes do IPGC e de seus sub-índices são positivos e estatisticamente significativos.

**Tabela 10**

**Análise de Painel entre Valor e Origem do Capital (Estatual ou Privado)**

Regressões de painel com efeitos fixos com o valor da empresa (PTB) como variável dependente de 2002 a 2007. Os valores-p do teste t são reportados entre parênteses. Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	I	II	III	IV	V
INTERCEPTO	0,31 (0,69)	0,81 (0,30)	1,02 (0,22)	-0,13 (0,87)	-0,91 (0,24)
ESTATAL	-1,16 (0,12)	-0,99 (0,41)	-0,68 (0,14)	-0,99 (0,20)	-0,93 (0,31)
IPGC	0,22*** (0,00)				
TRANS		0,31*** (0,00)			
CONS			0,37*** (0,00)		
ETICA				0,41*** (0,01)	
DIR					0,56*** (0,00)
TAM	0,02 (0,79)	0,04 (0,49)	0,03 (0,52)	0,15*** (0,00)	0,19*** (0,00)
VOTO	-0,02*** (0,00)	-0,02*** (0,00)	-0,02*** (0,00)	0,00 (0,39)	-0,01*** (0,01)
TOTAL	0,01*** (0,01)	0,02*** (0,00)	0,01*** (0,01)	0,00 (0,47)	0,01** (0,05)
ALAV	0,00 (0,93)	0,00 (0,35)	0,00 (0,72)	0,00 (0,99)	0,00 (0,25)
ROA	0,01** (0,03)	0,01** (0,03)	0,01 (0,12)	0,02*** (0,00)	0,02*** (0,00)
R <sup>2</sup> ajustado	0,05	0,07	0,04	0,09	0,07

Os sinais dos coeficientes do capital votante e do capital total indicam uma relação negativa entre concentração dos direitos de voto e valor da empresa e uma relação positiva entre concentração dos direitos de fluxo de caixa e valor da empresa.

A Tabela 11 mostra os resultados da análise de painel para o estudo do *payout* das empresas brasileiras. Ao contrário das regressões FGLS, não existe evidência estatística que as empresas estatais têm *payout* menor do que as firmas privadas. Além disso, a análise de painel revela uma relação positiva entre *payout*, IPGC e direitos dos acionistas, ou seja, empresas com melhores práticas de governança, em especial de direitos dos acionistas, possuem um *payout* maior. As demais variáveis não apresentam coeficientes estatisticamente significativos.

A análise de painel nos permite concluir que as empresas estatais possuem melhores práticas de governança do que as firmas privadas e que não existe diferença significativa entre o valor de mercado e o *payout* dos dois grupos de empresas.

## ***5.2 Sistema de Equações Simultâneas***

Além da análise de painel, estimamos as três equações (uma para cada variável dependente - IPGC, P/B e *payout*) pelo método de mínimos quadrados de três estágios (*Three Stage Least Squares* - 3SLS). Ao contrário da estimação de cada equação isoladamente via FGLS, o método 3SLS usa explicitamente o fato de que se está lidando com um sistema e produz estimadores mais eficientes. No método 3SLS, o procedimento de estimação considera todas as equações em conjunto e não separadamente.

A Tabela 12 mostra os resultados do método 3SLS para as três equações com o IPGC, P/B e *payout* como variáveis dependentes. Os resultados são coerentes com os da análise de painel. As empresas estatais possuem melhores práticas de governança, sendo que os resultados são estatisticamente significativos a 1%. Além disso, controlando pelo efeito da qualidade da governança, não existe diferença significativa entre o valor de mercado e o *payout* das empresas estatais e privadas.

**Tabela 11****Análise de Painel entre *Payout* e Origem do Capital (Estatual ou Privado)**

Regressões de painel com efeitos fixos com a política de distribuição de dividendos da empresa (PAYOUT) como variável dependente de 2002 a 2007. Os valores-p do teste t são reportados entre parênteses. \*\*\*, \*\* e \* indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	I	II	III	IV	V
INTERCEPTO	-42,70 (0,46)	-0,12 (1,00)	-25,41 (0,67)	-97,43 (0,34)	-104,75 (0,20)
ESTATAL	-36,97 (0,18)	-25,52 (0,36)	-28,70 (0,27)	-40,63 (0,23)	-47,18 (0,15)
IPGC	11,52** (0,05)				
TRANS		9,36 (0,23)			
CONS			6,07 (0,32)		
ETICA				38,98 (0,22)	
DIR					29,69* (0,07)
TAM	1,09 (0,87)	4,07 (0,66)	7,32 (0,36)	9,83 (0,21)	8,11 (0,24)
VOTO	-0,48 (0,41)	-0,67 (0,28)	-0,63 (0,31)	-0,17 (0,64)	-0,52 (0,37)
TOTAL	0,04 (0,92)	0,07 (0,83)	-0,02 (0,96)	-0,54 (0,35)	0,27 (0,50)
ALAV	0,00 (0,39)	-0,01 (0,25)	-0,01 (0,23)	-0,01 (0,20)	0,00 (0,37)
ROA	0,00 (0,98)	0,00 (0,97)	-0,01 (0,60)	-0,01 (0,63)	-0,02 (0,46)
DISP	11,75 (0,71)	20,58 (0,47)	21,79 (0,43)	25,17 (0,37)	13,74 (0,65)
R <sup>2</sup> ajustado	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

**Tabela 12**  
**Análise por Equações Simultâneas (3SLS) entre Governança,**  
**Valor, Payout e Origem do Capital (Estatal ou Privado)**

Sistema de equações simultâneas estimado por mínimos quadrados de três estágios (3SLS) com as práticas de governança (IPGC), valor (PTB) e política de distribuição de dividendos (PAYOUT) como variáveis dependentes de 2002 a 2007. Os valores-p do teste t são reportados entre parênteses. \*\*\*, \*\* e \* indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variável	IPGC	PTB	PAYOUT
INTERCEPTO	11,13*** (0,00)	-4,47 (0,34)	85,18 (0,61)
ESTATAL	16,85*** (0,00)	-5,64 (0,35)	176,25 (0,51)
IPGC		0,35*** (0,00)	3,44 (0,46)
TAM	0,18 (0,38)	0,16 (0,60)	-3,22 (0,77)
VOTO	-0,04*** (0,00)	-0,01 (0,50)	-0,83 (0,30)
TOTAL	-0,02 (0,15)	0,03 (0,19)	0,11 (0,91)
ALAV	-0,01*** (0,01)	0,01 (0,13)	-0,07 (0,75)
ROA	0,05** (0,05)	0,15*** (0,00)	0,57 (0,67)
DISP			27,32 (0,67)
R <sup>2</sup> ajustado	0,07	0,07	0,05

### ***5.3 Discussão sobre Possíveis Vieses***

Nossa amostra é composta de 25 empresas estatais. O número de empresas estatais existentes no Brasil é bem maior do que isso. Em abril de 2008, existiam 110 empresas estatais federais acompanhadas pelo Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais (DEST). Portanto, os resultados desse estudo valem apenas para uma pequena parcela das empresas estatais existentes no Brasil.

Uma vez que nossa amostra contém apenas empresas listadas na Bovespa, é muito provável que as práticas de governança das empresas estatais analisadas sejam melhores do que as das demais empresas estatais. Dessa forma, nossos resultados são representativos das empresas estatais listadas atualmente na Bovespa, mas provavelmente superestimam a qualidade das práticas de governança das estatais. Não acreditamos que isso influencia os resultados da pesquisa, pois as práticas de governança das firmas privadas também se referem às empresas listadas e provavelmente também superestimam a governança das demais firmas privadas.

Um outro possível viés pode estar relacionado com o tamanho da amostra de empresas estatais e privadas. O número de companhias privadas em nossa amostra (419) é bem superior ao de empresas estatais (25). Essa diferença de tamanho é consequência do fato de a maioria das companhias listadas ser de capital privado. Também não acreditamos que essa diferença possa afetar os resultados, uma vez que os testes econométricos levam em conta a diferença de tamanho da amostra.

Um dos argumentos a favor das melhores práticas de governança das firmas privadas é o fato de existirem apenas 10 empresas estatais nos Níveis Diferenciados de Governança da Bovespa (4 entre as 101 companhias do Novo Mercado, 1 entre as 18 do Nível 2 e 5 entre as 44 do Nível 1). No entanto, vale ressaltar que, embora existam 153 firmas privadas nos Níveis da Bovespa, a grande maioria das companhias privadas ainda está no mercado tradicional, ou seja, não adota boas práticas de governança.

## 5 Conclusão

A governança das empresas estatais vem se transformando em uma preocupação importante em diversos países. Em geral, os estudos internacionais sugerem que as empresas estatais são ineficientes em virtude de práticas pobres de governança corporativa. Embora a literatura internacional seja vasta, existem ainda poucos estudos acadêmicos sobre a governança das empresas estatais no Brasil.

O objetivo desse artigo é investigar se as evidências internacionais sobre governança corporativa das empresas estatais são válidas no Brasil. Mais especificamente, o artigo testa as seguintes hipóteses: (a) as práticas de governança corporativa são piores nas empresas estatais; (b) as empresas estatais possuem valor de mercado menor do que firmas privadas em decorrência da qualidade inferior de suas práticas de governança; e (c) as empresas estatais distribuem menos dividendos do que firmas privadas em decorrência da qualidade inferior de suas práticas de governança.

Esse artigo traz importantes contribuições à literatura de governança das empresas estatais. Primeiro, este estudo inova ao mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa do maior número possível de empresas estatais. Além disso, o estudo não se limita a um ano específico. Analisamos o período de 2002 a 2007, de forma a construir uma série temporal das práticas de governança das empresas estatais. A grande abrangência da amostra, por um período longo de tempo, permite que nossa análise seja profunda e representativa do universo corporativo brasileiro.

A segunda contribuição desse artigo é fornecer evidências inéditas, totalmente distintas da literatura internacional. Curiosamente, nossos resultados indicam que as práticas de governança das empresas estatais são melhores do que as das firmas privadas no Brasil. A superioridade das práticas de governança das empresas estatais é significativa do ponto de vista estatístico e econômico e persiste de 2002 a 2007.

Um outro resultado importante e original diz respeito à relação entre valor da empresa, *payout* e origem do capital. Nossas análises mostram que, controlando pelo efeito da qualidade das práticas de governança, não existe diferença entre o valor de mercado e o *payout* das empresas estatais e privadas. Portanto, não podemos afirmar que firmas privadas são mais bem avaliadas e distribuem mais dividendos do que as empresas estatais.

## 6 Referências Bibliográficas

ALCHIAN, A. Some economics of property rights. **Político**, v. 30, n. 4, p. 816-829, 1965.

ANTUNES, G. **Empresas estatais federais e empresas do novo mercado da Bovespa: um estudo comparativo acerca da qualidade da informação contábil utilizando dados em painel**. Monografia - III Prêmio DEST/MP de Monografias, Brasília, 2007.

BAUER, R.; GÜNSTER, N.; OTTEN, R. Empirical evidence on corporate governance in Europe - the effect on stock returns, firm value and performance. **Journal of Asset Management**, v. 5, p. 91-104, 2004.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance affect firms' market values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics and Organization**, v. 22, p. 366-413, 2006.

BOHREN, O.; ODEGAARD, A. Corporate governance and economic performance: a closer look. **Norwegian School of Management Working Paper**, 2001.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J. The financial and operating performance of newly privatized firms: evidence from developing countries. **Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 1081 – 1110, 2002.

BOYCKO, M.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A theory of privatization. **Economic Journal**, 106, p. 309-319, 1996.

BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate governance and firm valuation. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 25, p. 409-434, 2006.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CRUTCHLEY, C.; HANSEN, R. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage and corporate dividends. **Financial Management**, v. 18, p. 36-76, 1989.

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

DA SILVEIRA, A. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho da empresa**. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

DJANKOV, S.; MURRELL, P. Enterprise restructuring in transition: a quantitative survey. **Journal of Economic Literature**, v. 40, p. 739–792, 2002.

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

EASTERBROOK, F. Two agency-cost explanations of dividends. **American Economic Review**, v. 74, p. 650-659, 1984.

FARINHA, J. Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis. In: EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION CONFERENCE. **Anais...** Londres: EFMA, 2002.

FLUCK, Z. Optimal financial contracting: debt versus outside equity. **Review of Financial Studies**, v. 11, p. 383-418, 1998.

GALAL, A.; JONES, L.; TANDON, P.; VOGELSANG, I. **Welfare consequences of selling public enterprises**. New York: Oxford University Press, 1994.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, p. 107-55, 2003.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, p. 323-329, 1986.

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

JENSEN, G.; SOLBERG, D.; ZORN, T. Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, p. 247-263, 1992.

JOHNSON, S.; SHLEIFER, A. Privatization and corporate governance. In: ANNUAL EAST ASIAN SEMINAR ON ECONOMICS. **Anais...** Hong Kong: EASE, 2001.

KANE, E. The limits of stockholder privatization. **World Bank Working Paper**, 1999.

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

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. The benefits of privatization: evidence from Mexico. **Quarterly Journal of Economics**, v. 114, n. 4, p. 1193-1242, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p.1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-518, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-28, 2000a.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency problems and dividend policies around the world. **Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000b.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: CHONG, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F. (Org.). **Investor protection and corporate governance firm level evidence across Latin America**. Palo Alto: Stanford University Press, p. 213-287, 2007.

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

MEGGINSON, W.; NASH, R.; RANDENBORGH, M. Financial and operating performance of newly privatized firms: an international empirical analysis. **Journal of Finance**, v. 49, n.2 p. 403-452, 1994.

MEGGINSON, W.; NETTER, J. From State to market: a survey of empirical studies on privatization. **Journal of Economic Literature**, v. 39, p. 321– 389, 2001.

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

MYERS, S. Outside equity. **Journal of Finance**, v. 55, p. 1005-1037, 2000.

NELLIS, J. Is privatization necessary? **World Bank Viewpoint**, v. 17, 1994.

PATEL, S.; BALIC, A.; BWAKIRA, L. Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 3, p. 325-337, 2002.

PROCIANOY, J. Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas

entre 1988-1989. In: ENCONTRO NACIONAL DA ANPAD. **Anais...** João Pessoa: ANPAD, 1995.

PROCIANOY, J.; COMERLATO, G. A transferência de resultados entre empresas de capital aberto de um mesmo grupo. **Revista de Administração**, v. 29, n. 2, p. 38-48, 1994.

PROCIANOY, J.; SNIDER, H. Tax changes and dividend payouts: is shareholder wealth maximized in Brazil? **New York University Working Paper**, 1995.

QIAN, Y. Enterprise reform in China: agency problems and political control. **Economics of Transition**, v. 4, n.2, p. 422-447, 1996.

RAMAMURTI, R. Testing the limits of privatization: Argentine railroads. **World Development**, v. 25, n. 12, p. 1973-1993, 1997.

ROZEFF, M. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of Financial Research**, v. 5, p. 249-259, 1982.

SHLEIFER, A. State versus private ownership. **Journal of Economic Perspectives**, v. 12, n. 4, p. 133-150, 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Corruption. **Quarterly Journal of Economics**, v. 108, n. 3, p. 599-617, 1993.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Politicians and firms. **Quarterly Journal of Economics**, v. 109, n. 4, p. 995-1024, 1994.

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

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. **The grabbing hand: government pathologies and their cures**. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1998.

STULZ, R. Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. **Journal of Financial Economics**, v. 20, p. 25-54, 1988.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, v. 3, n. 1, p. 25-54, 2000.

VALENTI, G.; VIEIRA, C. Governança corporativa em estatais. **Valor Econômico**, p. D8, 17 de junho de 2008.

WONG, S. Improving corporate governance in SOEs: an integrated approach. **Corporate Governance International**, v.7, n. 2, p. 5-15, 2004.