

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO

Flávia de Paula Peixoto Pereira

Ativismo dos Investidores Institucionais, Valor, Liquidez e Governança Corporativa:
O Caso do BNDES no Brasil

Dissertação de Mestrado em Administração

Orientador: Prof. André Luiz Carvalho da Silva
(COPPEAD / UFRJ)

RIO DE JANEIRO

2010

Flávia de Paula Peixoto Pereira

Ativismo dos Investidores Institucionais, Valor, Liquidez e Governança Corporativa:
O Caso do BNDES

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (COPPEAD) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. André Luiz Carvalhal da Silva

Rio de Janeiro
2010

Pereira, Flávia de Paula Peixoto

Ativismo dos investidores institucionais, valor, liquidez e governança corporativa:
o caso do BNDES / Flávia de Paula Peixoto Pereira – 2010
30 f.: il.

Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal do Rio de Janeiro
UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração, Rio de Janeiro, 2010.

Orientador: André Luiz Carvalho da Silva.

1. Governança. 2. Retornos e Liquidez de Ações. 3. BNDES - Teses.
I. Carvalho da Silva, André Luiz (Orient.). II. Universidade Federal do Rio de Janeiro.
Instituto COPPEAD de Administração. III. Título

Flávia de Paula Peixoto Pereira

Ativismo dos Investidores Institucionais, Valor, Liquidez e Governança Corporativa:
O Caso do BNDES

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (COPPEAD) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração.

Aprovada por:

_____ Orientador
Prof. André Luiz Carvalho da Silva, D. Sc. (COPPEAD/UFRJ)

_____ Prof. Margarida Maria G. P. Sarmiento Gutierrez, D. Sc. (COPPEAD/UFRJ)

_____ Prof. Marcelo Verdini Maia, D. Sc. (PUC-RIO)

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente ao meu orientador André Carvalhal por haver se interessado em me ajudar a desenvolver este trabalho, com atuação estatisticamente significativa no mesmo!

Agradeço ainda aos meus chefes, André Loureiro e Laura Mattos, e colegas de trabalho pela compreensão e apoio para que pudesse me dedicar a este trabalho e ao curso de mestrado de maneira geral.

Não poderia deixar de agradecer a meu grande amigo, André Vidal, cujas habilidades organizar grandes volumes de dados foram fundamentais em certos momentos.

Agradeço a meus pais, Renato e Jussara Pereira, pelo grande incentivo e apoio.

Aos grandes amigos que fiz durante o mestrado por tornar esta experiência tão especial.

Ao meu namorado Maximiliano por estar sempre ao meu lado.

Ao meu irmão Marcelo pelo suporte tecnológico.

Aos professores do Coppead e demais professores que já tive pela contribuição em minha formação.

E a todos os amigos e familiares que sempre torceram por mim.

RESUMO

PEREIRA, Flávia de Paula Peixoto. **Ativismo dos Investidores Institucionais, Valor, Liquidez e Governança Corporativa: O Caso do BNDES**. Rio de Janeiro, 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.

Nos últimos anos, o ativismo dos investidores institucionais na governança das empresas se tornou uma importante característica dos mercados financeiros. Apesar do crescente ativismo dos investidores institucionais, existem ainda poucos estudos sobre seus efeitos, em especial em países em desenvolvimento. Nesse trabalho, analisamos o papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no valor, liquidez e governança das empresas brasileiras. Nosso objetivo é avaliar se a atuação do BNDES tem sido capaz de alcançar seu objetivo de desenvolver o mercado de capitais, em especial, melhorando a governança e aumentando a liquidez e rentabilidade das empresas investidas. Os resultados obtidos apresentam evidências de que a governança, o valor e a liquidez das companhias com participação acionária do BNDES é superior às demais companhias listadas em bolsa.

Palavras-chave: investidores institucionais, governança, valor, liquidez, BNDES.

ABSTRACT

PEREIRA, Flávia de Paula Peixoto. **Ativismo dos Investidores Institucionais, Valor, Liquidez e Governança Corporativa: O Caso do BNDES**. Rio de Janeiro, 2010. Dissertação (Mestrado em Administração) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2010.

In recent years, the activism of institutional investors on corporate governance has become an important feature of financial markets. Despite the increasing activism of institutional investors, there are few studies on its effects, particularly in developing countries. In this study, we analyzed the role of Banco Nacional de Desenvolvimento Economico e Social (BNDES) in enhancing the value, liquidity and governance of Brazilian companies. Our goal is to assess whether BNDES has been able to achieve its goal of developing the Brazilian capital market, in particular, by improving corporate governance and increasing the liquidity and value of companies of its portfolio. Our results present evidence that governance, value and liquidity of companies with BNDES participation are higher than those of other listed companies.

Keywords: institutional investors, corporate governance, value, liquidity, BNDES

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	9
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	10
3. O BNDES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	14
4. DADOS E METODOLOGIA	19
5. RESULTADOS	22
6. CONCLUSÕES	28
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	30

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o ativismo dos investidores institucionais na governança das empresas se tornou uma importante característica dos mercados financeiros. A ênfase desse ativismo se dá através do monitoramento da administração da empresa visando melhorar seu desempenho e aumentar o valor para o acionista.

Apesar do crescente ativismo dos investidores institucionais, existem ainda poucos estudos sobre seus efeitos, em especial em países em desenvolvimento. Entre os principais estudos sobre as implicações do ativismo dos acionistas, estão Black (1992), Coffee (1993), Romano (1993), Chidambaran e John (1998), Maug (1998), e Kahn e Winton (1998). Para uma descrição mais detalhada dessa literatura, ver Black (1998), Gillan e Starks (1998), e Karpoff (1998).

Em geral, os trabalhos empíricos que estudam esse tema se concentram nas atividades de um investidor institucional específico. Smith (1996), Huson (1997) e Nesbitt (1994) estudam o Califórnia Public Employees Retirement System (CalPERS); Carleton et al. (1998) analisam o TIAA-CREF; e Strickland et al. (1996) estudam o United Shareholders' Association (USA).

Nesse trabalho, analisamos o ativismo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) na governança, valor e liquidez das empresas brasileiras. Em particular, analisamos o papel da BNDES Participações (BNDESPAR), subsidiária integral do BNDES que possui como um dos principais objetivos o desenvolvimento do mercado de capitais

nacional. Nosso objetivo é avaliar se a atuação do BNDES tem sido capaz de alcançar seu objetivo de desenvolver o mercado de capitais, em especial, melhorando a governança e aumentando a liquidez e o valor das empresas investidas.

Os resultados obtidos apresentam evidências de que a governança, o valor e a liquidez das companhias com participação acionária do BNDES é superior às demais companhias listadas na bolsa.

Este trabalho está dividido em cinco capítulos. O próximo capítulo apresenta a revisão de literatura sobre o tema. O terceiro capítulo mostra os dados e a metodologia. O quarto capítulo analisa os resultados obtidos, enquanto o quinto capítulo apresenta as conclusões do estudo.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Os investidores institucionais têm se tornado cada vez mais importantes como detentores de ações nos principais mercados financeiros. A participação acionária dos fundos de pensão, fundos de investimento, seguradoras, sociedades de investimento e fundações aumentou drasticamente durante os anos 1980 e 1990.

Com os investidores institucionais aumentando sua participação acionária nas empresas, o seu papel como acionista também evoluiu. Alguns investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, começaram a abandonar seu papel tradicional de acionista passivo, e se tornaram participantes mais ativos na gestão das empresas. Para uma história detalhada dos primórdios do ativismo dos acionistas institucionais, ver Monks e Minow (1995).

O ativismo dos investidores institucionais surge no âmbito do conflito de agência entre administradores e acionistas (ver Jensen and Meckling (1976)). Devido ao problema de *free rider*, argumenta-se que só um grande acionista tem o incentivo para realizar acompanhamento ou outras atividades de controle dispendiosas. Os investidores com maior participação acionária têm incentivos mais fortes para realizar atividades de monitoramento, uma vez que o retorno obtido através desse monitoramento pode ser suficiente para cobrir os respectivos custos.

Se o ativismo dos investidores institucionais for benéfico para os acionistas das empresas, deve haver efeitos observáveis nas empresas que são alvejadas por um investidor institucional. Seguindo os argumentos de Kaplan (1989) e Jensen (1986, 1988), conclui-se que, se o mercado percebe que o ativismo dos investidores institucionais alinha os incentivos entre administradores e acionistas, deve haver melhorias no desempenho operacional e, conseqüentemente, aumento do valor de mercado da empresa.

Existem diversos estudos sobre as implicações do ativismo dos acionistas (Black (1992), Coffee (1993), Romano (1993), Chidambaran e John (1998), Maug (1998) e Kahn e Winton (1998)). Para uma descrição mais detalhada dessa literatura, ver Black (1998), Gillan e Starks (1998), e Karpoff (1998).

Embora o papel mais ativo dos investidores institucionais, em especial dos fundos de pensão, tenha sido muito elogiado, sua eficácia no monitoramento e melhoria da governança das empresas tem gerado debate. Os defensores do ativismo argumentam que existem diversas influências positivas decorrentes do ativismo dos investidores institucionais. Por exemplo, o fato de os investidores

institucionais terem participação acionária relevante em uma empresa implica maior acompanhamento do desempenho da gestão, fato que é benéfico a todos os acionistas da empresa. Existe também o argumento que o ativismo centra-se no longo prazo e assim ajuda a gerência melhorar o desempenho não apenas no curto prazo.

Em contraste com esta visão positiva, os opositores do ativismo institucional argumentam que os gestores dos fundos de pensão não possuem expertise para assessorar a gestão empresarial. Eles sustentam ainda que o ativismo retira o papel principal dos fundos de pensão, que é gerir o dinheiro dos beneficiários (Murphy e Van Nuys (1994)).

Normalmente, os trabalhos empíricos sobre esse tema se focam em um investidor institucional específico, entre eles o Califórnia Public Employees Retirement System – CalPERS (Smith (1996), Huson (1997) e Nesbitt (1994)) e o TIAA-CREF (Carleton et al. (1998)). Strickland et al. (1996) estudam uma associação de pequenos acionistas, a United Shareholders' Association (USA).

Vittas (1998) argumenta que existem grandes benefícios advindos do processo interativo entre investidores institucionais e o mercado de capitais. Segundo este autor, os investidores institucionais estimulam a inovação financeira, modernização do mercado de capitais, aumento da transparência, divulgação de informações e fortalecimento da governança corporativa.

Gillan e Starks (2003) concluem que é esperado um aumento na liquidez e informação de preços nos mercados em que investidores institucionais atuam. O aumento nas informações sobre preço advindo das transações institucionais

resultaria em um maior monitoramento das companhias e em conseqüência uma maior governança.

Vittas (2000) defende que a orientação de longo prazo e a gestão profissional fazem com que os investidores institucionais tragam benefícios substanciais para o desenvolvimento dos mercados financeiros. Aponta ainda a importância de investidores institucionais domésticos para a estabilidade e menor volatilidade de preços em mercados emergentes. Furtado e Lopes (2006) consideram os investidores institucionais importantes agentes do mercado de capitais, em especial através de fundos de *private equity* e *venture capital*.

No Brasil, os investidores institucionais, em especial os fundos de pensão, passaram a ter participações acionárias permanentes e relevantes em diversas empresas nacionais e começaram a variar suas formas de ação, com o objetivo de ganhar uma visão de longo prazo, por meio de uma postura mais ativa no monitoramento dos negócios das companhias.

Com o poderio financeiro que têm, os fundos de pensão passam a exigir mais transparência na gestão das empresas e a monitorar o desempenho por intermédio da eleição de um número cada vez maior de membros no conselho fiscal e no conselho de administração das empresas em que participam. Embora ainda incipiente no Brasil, essa postura segue a tendência mundial de adotar um papel cada vez mais ativo desses investidores.

Nesse trabalho, seguindo a literatura internacional, analisamos o ativismo do investidor institucional com a maior carteira de renda variável no Brasil – a BNDES Participações (BNDESPAR), subsidiária integral do BNDES, que tem

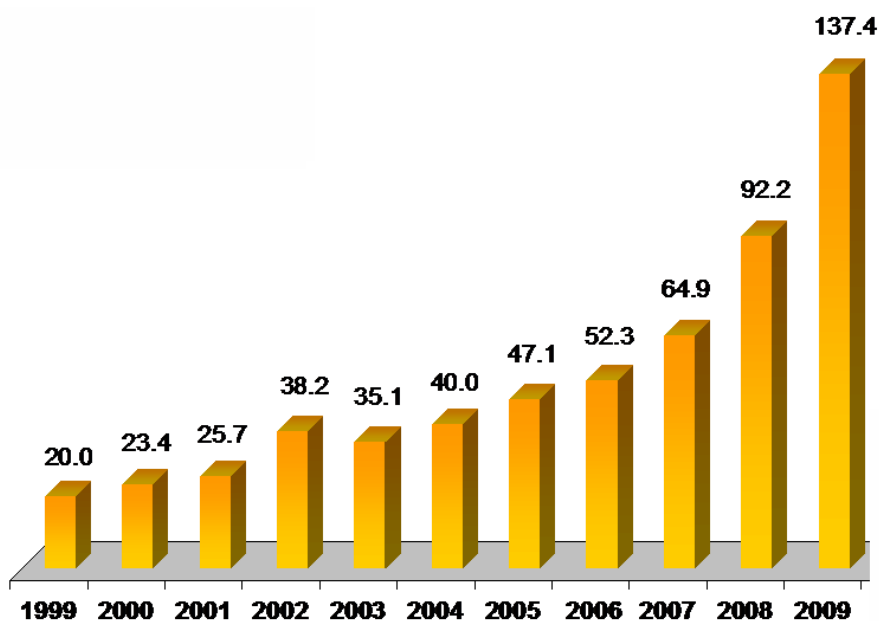
como um de seus principais objetivos o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

3. O BNDES NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O Banco de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) é amplamente conhecido por ser o principal provedor de recursos de longo prazo no ambiente empresarial brasileiro. O BNDES foi criado em 1952 pela Lei nº 1.628 como autarquia federal. Em 1971, a Lei 5.662 o enquadrou como empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio. Desde 1999, é vinculado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. Nos últimos anos os valores desembolsados pelo BNDES têm sido bastante expressivos, como demonstra a Figura 1.

Figura 1 – Desembolsos do BNDES

Evolução dos desembolsos do BNDES (em R\$ bilhões). Fonte: BNDES.



O BNDES suporta as empresas através de empréstimos e subscrição de valores mobiliários. Vale ressaltar que, para suas operações com valores

mobiliários, o BNDES conta com a BNDESPAR, sua subsidiária integral constituída em 1982. Sua atuação é pautada pelas diretrizes estratégicas formuladas em conjunto com o BNDES e direcionada a apoiar o processo de capitalização e o desenvolvimento de empresas nacionais, atuando principalmente através de participações societárias de caráter minoritário e transitório, buscando oferecer apoio financeiro às empresas brasileiras sob a forma de capital de risco e, simultaneamente, estimular o fortalecimento e a modernização do mercado de valores mobiliários.

Neste sentido, a BNDESPAR opera mediante investimentos e desinvestimentos em valores mobiliários (ações e debêntures conversíveis) e estruturação de fundos de investimento, nos quais atua como cotista. Nos investimentos diretos em companhias fechadas, em geral, é previsto, via acordo de acionistas, um prazo para que a companhia abra o capital no Novo Mercado ou Bovespa Mais, dependendo do porte da empresa. A BNDESPAR também atua no sentido de estimular o desenvolvimento de um mercado secundário com liquidez, administrando sua carteira de companhia abertas.

O ativo total da BNDESPAR atingiu R\$ 52,5 bilhões em 31 de dezembro de 2009. Desse total, R\$ 33,8 bilhões referem-se a recursos aplicados em participações societárias, R\$ 8,1 bilhões em debêntures, R\$ 3,3 bilhões em operações de venda a prazo de títulos e valores mobiliários, R\$ 1,6 bilhão em cotas de fundos de investimento e o restante estava aplicado em outros ativos. O valor de mercado da carteira alcançou R\$ 92,9 bilhões, 174,7% superior ao valor contábil.

Em 31 de dezembro de 2009, a carteira da BNDESPAR compreendia títulos de emissão de 198 empresas (incluindo ações em 155 empresas) e de 31 fundos, com valores concentrados principalmente nos setores de petróleo e gás, mineração, energia elétrica, alimentos, papel/celulose e telecomunicações. A distribuição setorial desta carteira, a valor de mercado ao final de 2009, encontra-se na Tabela 1.

Tabela 1 – Distribuição Setorial da Carteira da BNDESPAR em 2009

Distribuição setorial da carteira da BNDESPAR, a valor de mercado, em 2009.

Fonte: BNDES.

Setor	Ações	Debêntures	Fundos	Total
Petróleo e Gás	27,8%	3,5%	0,0%	25,4%
Mineração	24,3%	14,0%	0,0%	23,1%
Energia Elétrica	18,3%	0,0%	0,0%	16,5%
Alimentos	6,2%	27,6%	0,0%	7,8%
Papel e Celulose	6,7%	2,8%	0,0%	6,3%
Telecomunicações	4,2%	17,9%	0,0%	5,2%
Siderurgia	3,0%	0,3%	0,0%	2,7%
Bancos Comerciais	2,9%	0,0%	0,0%	2,6%
Transportes	2,1%	3,1%	0,0%	2,2%
Metalurgia	0,3%	21,0%	0,0%	2,0%
Fundos <i>Private Equity</i>	0,0%	0,0%	88,8%	1,4%
Química e Petroquímica	0,8%	0,0%	0,0%	0,7%
Outros	3,4%	9,8%	11,2%	4,1%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, o BNDES lançou diversos programas para capitalizar empresas com boas práticas de governança corporativa. Em outubro de 2000, foi lançado o Programa de Apoio

às Novas Sociedades Anônimas, com vistas a capitalizar pequenas e médias empresas que adotem boas práticas de governança corporativa. O BNDES subscreve ações ou debêntures conversíveis em ações no percentual máximo de 35% sobre o capital futuro da companhia.

As companhias comprometem-se com as seguintes práticas de governança: abertura de capital com emissão de ações ordinárias; adoção de padrões contábeis internacionais (U.S. GAAP ou IASB) no segundo ano após a abertura do capital; conselho de administração com mandato unificado não superior a um ano; implantação de um plano de opção de compra de ações para empregados; adoção da câmara de arbitragem para solução de conflitos societários; *tag along* de 100%; *drag along* para o BNDES; convocação da assembleia-geral com antecedência mínima de 15 dias; adoção do princípio da boa-fé na habilitação dos acionistas em assembleia; utilização do critério do valor econômico, apurado por empresa especializada, como único parâmetro para definição do preço das ações em caso de fechamento de capital ou de reembolso das ações de acionistas dissidentes.

Além da atuação direta nas empresas por meio da subscrição de ações ou de debêntures conversíveis, o BNDES atua indiretamente, por meio da subscrição de cotas de fundos no Programa de Fundos de Investimento Mútuos Fechados. Destacam-se os fundos de participações (*private equity*) e os fundos de empresas emergentes (*venture capital*).

O BNDES lançou também os chamados fundos de liquidez ou de governança, com objetivo de agrupar pequenos lotes de ações, pertencentes a dois ou mais investidores institucionais, e formar blocos com tamanho

suficiente para eleger representantes nos conselhos de administração ou fiscal das empresas. O papel e o ativismo desses fundos ajudam a disseminar e a desenvolver a governança corporativa no mercado nacional.

O Programa de Incentivo à Adoção de Práticas de Governança Corporativa foi lançado no final de 2002 com o objetivo de oferecer condições diferenciadas de financiamento aos clientes que adotem, voluntariamente, melhores práticas de governança corporativa. As empresas que aderirem ao programa receberiam um bônus de governança corporativa, que representava mais participação do BNDES no valor total do investimento, ampliação do prazo de pagamento e/ou diminuição do custo financeiro, de acordo com os níveis de exigência do programa.

O programa era composto por quatro pacotes, denominados bronze, prata, ouro e platina, que apresentavam diferentes graus de exigência em relação às práticas de governança corporativa. As companhias podiam escolher, em cada pacote, o conjunto de práticas que adotariam, mas, para migrarem para um pacote superior, teriam de cumprir todas as exigências previstas no pacote em que estiverem classificadas.

Além das exigências de cada pacote, foram implementadas algumas regras obrigatórias de governança corporativa aplicáveis a todas as empresas com faturamento líquido anual médio superior a R\$ 100 milhões. As regras obrigatórias eram: a) vedação de mútuo, aval ou garantia da controlada para o controlador, caso as companhias tivessem sócios diferentes; b) apresentação de demonstrativos financeiros sujeitos a auditoria feita por empresa cadastrada na CVM; c) vedação de partes beneficiárias para empresas fechadas, como já

é previsto em lei para as empresas abertas; d) transações com partes relacionadas deveriam ser descritas nos demonstrativos financeiros, ser realizadas em condições de mercado, fazer parte dos objetivos de negócios da empresa e ser submetidas ao voto de todos os acionistas em assembléia-geral caso a empresa seja aberta e os valores dos contratos sejam superiores a 10% do patrimônio líquido da empresa.

Assim, por todo o exposto, vale ressaltar que o BNDES configura-se como uma instituição de considerável relevância no ambiente econômico brasileiro, apresentando uma postura bastante ativa, possuindo a maior carteira de renda variável e, ao mesmo tempo, configurando-se como importante provedor de crédito de longo prazo. Desta maneira seria possível questionar a possibilidade de réplica dos resultados obtidos neste estudo para os demais investidores institucionais do mercado brasileiro. Tal questionamento, entretanto, ainda que seja razoável, não configura-se como objetivo deste trabalho, cujo tema é a investigação dos efeitos da atuação do BNDES como importante investidor institucional do mercado brasileiro sobre o mesmo.

4. DADOS E METODOLOGIA

Nossa amostra inclui informações sobre todas as companhias listadas na BMF&FBOVESPA de 2001 a 2008, totalizando 632 empresas. A base de dados utilizada é constituída por informações públicas, disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A base Económica foi utilizada para a coleta dos dados contábeis e de mercado.

Nosso objetivo é avaliar se as empresas investidas pela BNDESPAR possuem melhor governança, maior liquidez em bolsa e valor de mercado

superior. Dado o ativismo e importância da BNDESPAR no mercado de capitais brasileiro, nossas hipóteses são:

H1: Empresas investidas pela BNDESPAR possuem melhor governança

H2: Empresas investidas pela BNDESPAR possuem maior liquidez em bolsa

H3: Empresas investidas pela BNDESPAR possuem maior valor de mercado

Como proxy do nível de governança corporativa, utilizamos o CGI (*corporate governance practices index*) de Leal e Carvalhal (2007). Este índice é construído a partir de um questionário objetivo com 24 itens que são respondidos com informações publicamente disponíveis sobre a qualidade das práticas de governança.

A liquidez foi representada pelo índice de liquidez em bolsa (LB) do Economática, calculada pela seguinte equação $LB = 100 * p/P * \sqrt{n/N * v/V}$, onde p é o número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação; P é o número total de dias; n é o número de negócios com a ação; N é o número de negócios com todas as ações; v é o volume em dinheiro negociado da ação; e V é o volume em dinheiro negociado de todas as ações.

O valor foi medido pelo Q de Tobin, calculado pelo método simplificado sugerido por Chung e Pruitt (1994), que o definem como (valor de mercado das ações + dívida) / ativo total.

O primeiro passo foi classificar as empresas em dois grupos: com e sem a presença da BNDESPAR como acionista. Utilizamos o teste de Mann-Whitney para analisar se existe diferença significativa entre a governança, liquidez e valor entre os dois grupos de empresas.

Em seguida, como nossa amostra contém 632 empresas ao longo de 8 anos (2001 a 2008) rodamos painéis com efeitos comum, fixo e aleatório para analisar a relação entre governança, liquidez, valor e presença da BNDESPAR como acionista. Os modelos são estimados de acordo com as equações a seguir. Vale ressaltar que todos os modelos são ajustados por auto-correlação e heteroscedasticidade:

$$CGI_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 BNDES_{i,t} + \beta_3 VOT_{i,t} + \beta_4 VOT/FC_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 ALAV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$LB_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 BNDES_{i,t} + \beta_3 VOT_{i,t} + \beta_4 VOT/FC_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 ALAV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Q_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 BNDES_{i,t} + \beta_3 VOT_{i,t} + \beta_4 VOT/FC_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \beta_6 ALAV_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

onde *CGI* é o índice de governança corporativa de Leal e Carvalho (2007), *LB* é o índice de liquidez em bolsa do Economática, *Q* é o *Q* de Tobin, calculado como (valor de mercado das ações com a dívida / ativo total), *BNDES* é uma variável *dummy* que indica se a BNDESPAR é acionista da empresa com 5% ou mais do capital total, *VOT* é o percentual de capital votante detido pelo maior acionista, *VOT/FC* é a razão entre o capital votante e o capital total detido pelo maior acionista, *TAM* é o tamanho da empresa (logaritmo do ativo total), *ALAV* é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e passivo total), e *ROA* é o retorno do ativo (EBITDA / ativo total).

Para testar a robustez dos resultados, rodamos um sistema de equações simultâneas via 3SLS (*three-stage least squares*) para lidar com a endogeneidade e a causalidade reversa entre as variáveis.

5. RESULTADOS

A Tabela 2 mostra a estatística descritiva das variáveis utilizadas nesse estudo. Pode-se perceber que, na média, as empresas brasileiras possuem fraca governança (4,44 em um máximo de 10), baixa liquidez (0,32) e Q de Tobin (0,72), alta concentração do capital (57% nas mãos do maior acionista), alta separação entre voto e capital (1,45 votos por ação), pouca alavancagem (27% do ativo total) e moderado ROA (3,22%).

Tabela 2 – Estatística Descritiva

Estatística descritiva das variáveis utilizadas nesse estudo de 2001 a 2008. A definição das variáveis pode ser encontrada na seção 4.

	Média	Mediana	1º Quartil	3º Quartil	Mínimo	Máximo	Desv Pad
Q	0,72	0,58	0,34	0,92	0,00	3,28	0,58
LB	0,32	0,00	0,00	0,13	0,00	13,86	1,14
CGI	4,44	4,25	3,33	5,25	1,25	8,75	1,46
TAM	13,90	13,94	12,57	15,07	8,73	20,27	1,84
ALAV	0,27	0,25	0,11	0,38	0,00	1,79	0,21
ROA	3,22	3,50	0,00	8,20	-29,6	34,00	8,81
VOT	56,90	57,70	34,60	83,40	0,00	100,00	28,70
VOT/FC	1,45	1,22	1,01	1,85	0,00	3,03	0,69

A Tabela 3 mostra a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas nesse estudo. Pode-se perceber que, embora a correlação seja baixa, a variável BNDES influencia positivamente a governança, liquidez e Q de Tobin das empresas investidas.

Tabela 3 – Matriz de Correlações

Matriz de Correlações entre as variáveis utilizadas nesse estudo de 2001 a 2008. A definição das variáveis pode ser encontrada na seção 4.

	Q	LB	CGI	BNDES	TAM	ALAV	ROA	VOT	VOT/FC
Q	1,00								
LB	0,10	1,00							

CGI	0,31	0,20	1,00						
BNDES	0,06	0,06	0,12	1,00					
TAM	0,12	0,45	0,43	0,13	1,00				
ALAV	0,16	0,05	0,15	0,12	0,20	1,00			
ROA	0,26	0,05	0,17	-0,03	0,18	-0,20	1,00		
VOT	0,00	-0,05	-0,21	-0,11	-0,04	-0,01	0,05	1,00	
VOT/FC	-0,09	0,16	-0,10	-0,03	-0,01	0,03	0,00	0,30	1,00

A Tabela 4 mostra a governança, liquidez e valor das empresas, classificando-as em dois grupos: com e sem a presença da BNDESPAR como acionista. O teste de Mann-Whitney indica que existe diferença significativa entre a governança, liquidez e valor entre os dois grupos de empresas, ou seja, as empresas investidas pela BNDESPAR possuem melhor governança, maior liquidez em bolsa e valor de mercado.

Tabela 4 – Governança, Liquidez e Valor para Empresas Com e Sem o BNDES como Acionista

Média e mediana das variáveis utilizadas nesse estudo, classificando as empresas em dois grupos: com e sem a presença da BNDESPAR como acionista. A definição das variáveis pode ser encontrada na seção 4. Utilizamos o teste de Mann-Whitney para analisar se existe diferença significativa entre a governança, liquidez e valor entre os dois grupos de empresas. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

	Média		Mediana	
	Sem BNDES	Com BNDES	Sem BNDES	Com BNDES
Q	0,71	0,84***	0,57	0,64***
LB	0,30	0,52***	0,00	0,02***
CGI	4,39	5,00***	4,17	5,25***
TAM	13,82	14,69	13,89	14,35
ALAV	0,26	0,35	0,24	0,35
ROA	3,30	2,33	3,70	1,90
VOT	57,75	47,15	58,60	49,80
VOT/FC	1,46	1,40	1,22	1,17

A Tabela 5 mostra os resultados dos modelos de painel (efeitos comum, fixo e aleatório) em que a variável dependente é o Q de Tobin. Os resultados do teste de Hausmann (não reportados) mostram que os modelos estimados por efeitos fixos são os mais adequados. Em todas as especificações, a variável BNDES é estatisticamente significativa, indicando que existe uma relação positiva entre a presença do BNDES e o valor de mercado das empresas.

Tabela 5 – Modelos de Painel para o Q de Tobin

Modelos de painel com efeitos comum, fixo e aleatório em que a variável dependente é o Q de Tobin. A definição das variáveis pode ser encontrada na seção 4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variáveis	Efeito		
	Comum	Fixo	Aleatório
BNDES	0,02*** (0,01)	0,08*** (0,00)	0,06** (0,03)
TAM	0,01** (0,03)	0,02*** (0,00)	0,01** (0,03)
ALAV	0,68*** (0,00)	0,32*** (0,00)	0,40*** (0,00)
ROA	0,02*** (0,00)	0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)
VOT	0,00*** (0,00)	0,01*** (0,00)	0,01** (0,05)
VOT/FC	0,06*** (0,00)	0,02** (0,03)	0,01* (0,07)
R2 ajust	0,26	0,66	0,73

A Tabela 6 mostra os resultados dos modelos de painel em que a variável dependente é a liquidez em bolsa. Os resultados do teste de Hausmann (não reportados) mostram que os modelos estimados por efeitos fixos são os mais adequados. Em todas as especificações, a variável BNDES é estatisticamente significativa, indicando que existe uma relação positiva entre a presença do BNDES e a liquidez em bolsa das empresas.

Tabela 6 – Modelos de Painel para a Liquidez em Bolsa

Modelos de painel com efeitos comum, fixo e aleatório em que a variável dependente é a liquidez em bolsa. A definição das variáveis pode ser encontrada na seção 4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variáveis	Efeito		
	Comum	Fixo	Aleatório
BNDES	0,03*** (0,00)	0,05*** (0,00)	0,22** (0,03)
TAM	0,15*** (0,00)	0,14*** (0,00)	0,32*** (0,00)
ALAV	-0,15*** (0,00)	-0,05*** (0,00)	-0,27** (0,05)
ROA	0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)	0,01* (0,10)
VOT	0,01*** (0,00)	0,01*** (0,00)	0,01** (0,05)
VOT/FC	0,16*** (0,00)	0,10*** (0,00)	0,37*** (0,00)
R2 ajust	0,16	0,73	0,80

A Tabela 7 mostra os resultados dos modelos de painel em que a variável dependente é a governança corporativa (CGI). Os resultados do teste de Hausmann (não reportados) mostram que os modelos estimados por efeitos fixos são os mais adequados. Em todas as especificações, a variável BNDES é estatisticamente significativa, indicando que existe uma relação positiva entre a presença do BNDES e a governança das empresas.

Tabela 7 – Modelos de Painel para a Governança Corporativa

Modelos de painel com efeitos comum, fixo e aleatório em que a variável dependente é a governança corporativa (CGI). A definição das variáveis pode ser encontrada na seção 4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variáveis	Efeito		
	Comum	Fixo	Aleatório
BNDES	0,19***	0,21***	0,03*

	(0,00)	(0,00)	(0,08)
TAM	0,30***	0,49***	0,37***
	(0,00)	(0,00)	(0,00)
ALAV	0,56***	-0,14***	-0,04*
	(0,00)	(0,00)	(0,08)
ROA	0,02***	0,01***	0,01**
	(0,00)	(0,00)	(0,02)
VOT	-0,01***	-0,01***	-0,01**
	(0,00)	(0,00)	(0,00)
VOT/FC	-0,01	-0,27***	-0,23***
	(0,72)	(0,00)	(0,00)
R2 ajust	0,26	0,77	0,82

Como podemos observar, os coeficientes da variável BNDES são positivos para as 3 variáveis dependentes, ou seja, existe forte evidência estatística de uma relação positiva entre a presença do BNDES e o valor, liquidez e governança das empresas brasileiras.

A Tabela 8 mostra o resultado do sistema de equações simultâneas via 3SLS (*three-stage least squares*), utilizado para lidar com a endogeneidade e a causalidade reversa entre as variáveis. Em todas as especificações, a variável BNDES é estatisticamente significativa, indicando que existe uma relação positiva entre a presença do BNDES e o valor, liquidez e governança das empresas brasileiras. Além disso, os resultados da última especificação (coeficientes Q, LB e CGI não significativos) indicam que, de fato, o valor, liquidez e governança das empresas são afetados positivamente pela presença do BNDES e não o inverso.

Tabela 8 – Sistema de Equações Simultâneas entre Valor, Liquidez, Governança Corporativa e BNDES como Acionista

Modelos 3SLS (*three-stage least squares*), em que as variáveis endógenas são Q de Tobin (Q), liquidez em bolsa (LB), governança corporativa (CGI) e presença do BNDES como acionista. A definição das variáveis pode ser

encontrada na seção 4. ***, ** e * indicam significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Variáveis	Q	LB	CGI	BNDES
BNDES	0,12* (0,09)	0,05* (0,08)	0,03* (0,07)	
Q				0,12 (0,16)
LB				0,00 (0,97)
CGI				0,01 (0,20)
TAM	-0,19 (0,13)	0,20*** (0,00)	-0,18 (0,54)	0,01*** (0,01)
ALAV	-0,73 (0,41)	-0,77** (0,03)	-2,44 (0,23)	0,10*** (0,01)
ROA	0,03*** (0,01)	0,00 (0,94)	0,05* (0,10)	0,00 (0,12)
VOT	0,01* (0,10)	0,00 (0,68)	0,02 (0,29)	-0,01*** (0,00)
VOT/FC	-0,11 (0,40)	0,29*** (0,00)	-0,14* (0,66)	0,00 (0,07)
R2 ajustado	0,12	0,24	0,24	0,03

6. CONCLUSÕES

Nos últimos anos, o ativismo dos investidores institucionais na governança das empresas se tornou uma importante característica dos mercados financeiros. Apesar do crescente ativismo dos investidores institucionais, existem ainda poucos estudos sobre seus efeitos, em especial em países em desenvolvimento.

Nesse trabalho, analisamos o papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no valor, liquidez e governança das empresas brasileiras. Nosso objetivo é avaliar se a atuação do BNDES tem sido capaz de alcançar seu objetivo de desenvolver o mercado de capitais, em especial, melhorando a governança e aumentando a liquidez e o valor das empresas investidas.

Os resultados apresentam evidências de que a governança, o valor e a liquidez das companhias com participação acionária do BNDES é superior às demais companhias listadas na bolsa brasileira. Estes resultados corroboram com a revisão de literatura apresentada, no sentido de que a atuação dos investidores institucionais seria benéfica para as companhias investidas e em consequência aos mercados em que atuam. Esta indução, entretanto, pode ser questionada quando se considera que a relevância da atuação do BNDES na economia brasileira – “superior” aos demais investidores – tenha influência sobre os resultados observados.

Tal questionamento, ainda que válido, não compromete a temática central deste trabalho cujo objetivo é a busca de evidências sobre a atuação do BNDES. Como observado, esta atuação apresenta evidências de que vai de

encontro aos objetivos estatutários desta instituição, sendo benéfica ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro uma vez aparenta melhorar a governança corporativa, liquidez e valor das companhias investidas.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Black, B., 1992. Agents watching agents: the promise of institutional investor voice. **UCLA Law Review** 39, 811-893.

Black, B., 1998. Shareholder activism and corporate governance in the United States. In: Newman, P. (Ed.), **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**. London, MacMillan.

Carleton, W., Nelson, J., Weisbach, M., 1998. The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF. **Journal of Finance** 53, 1335-1362.

Chidambaran, N., John, K., 1998. **Relationship investing: large shareholder monitoring with managerial cooperation**. Unpublished working paper. New York University.

Chung, K, Pruitt, S., 1994. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management** 23, 70-74.

Coffee, J.C., 1993. Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor. **Columbia Law Review** 91, 1277-1368.

Furtado, C. V.; Lopes, A. B., 2006. Private equity e venture capital na carteira de investimentos das entidades de previdência complementar. **Revista de Contabilidade e Finanças** 5, 108-125.

Gillan, S., Starks, L., 1998. A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. **Contemporary Finance Digest** 2, 10-34.

Gillan, S., Starks, L., 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. **Journal of Applied Finance** 13, 16-17.

Huson, M., 1997. **Does governance matter? Evidence from CalPERS interventions**, Unpublished working paper, University of Alberta.

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

Jensen, M., 1988. Takeovers: their causes and consequences. **Journal of Economic Perspectives** 2, 21-48.

Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure. **Journal of Financial Economics** 3, 305-360.

Kahn, C., Winton, A., 1998. Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. **Journal of Finance** 53, 99-129.

Kaplan, S., 1989. The effects of management buyouts on operating performance and value. **Journal of Financial Economics** 24, 217-254.

Karpoff, J., 1998. **The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings**. Unpublished working paper, University of Washington.

Leal, R., Carvalhal, A., 2007. Corporate governance and value in Brazil (and in Chile). In: Chong, A., Lopes-de-Silanes, F. (Org.). **Investor Protection and Corporate Governance: Firm-Level Evidence Across Latin America**. 1 ed. Palo Alto: Stanford University Press, 213-288.

Maug, E., 1998. Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control? **Journal of Finance** 53, 65-98.

Monks, R., Minow, N., 1995. **Corporate Governance**. Blackwell Publishers, Cambridge.

Murphy, K., Van Nuys, K., 1994. **State pension funds and shareholder inactivism**. Unpublished working paper, Harvard University.

Nesbitt, S., 1994. Long term rewards from shareholder activism: a study of the CalPERS effect. **Journal of Applied Corporate Finance** 6, 75-80.

Romano, R., 1993. Public pension fund activism in corporate governance reconsidered. **Columbia Law Review** 93, 795-853.

Smith, M., 1996. Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS. **Journal of Finance** 51, 227-252.

Strickland, D., Wiles, K., Zenner, M., 1996. A requiem for the USA: is small shareholder monitoring effective? **Journal of Financial Economics** 40, 319-338.

Vittas, D., 1998. Institutional investors and securities markets: which comes first?. **ABCD LAC Conference**. San Salvador, El Salvador.

Vittas, D., 2000. Pension reform and capital market development: "feasibility" and "impact" preconditions. **Development Research Group World Bank**, 7-9.