



**Fernanda Farah de Abreu Zorman**

**Influência do BNDES na Governança das Empresas  
Brasileiras Listadas**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

Orientador: Prof. André Luiz Carvalhal da Silva

Rio de Janeiro  
Abril de 2012



**Fernanda Farah de Abreu Zorman**

**Influência do BNDES na Governança das Empresas  
Brasileiras Listadas**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

**Prof. Andre Luiz Carvalho da Silva**

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Luiz Felipe Jacques da Motta**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof. Ricardo Pereira Câmara Leal**

UFRJ

**Prof<sup>a</sup>. Mônica Herz**

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 4 de abril de 2012

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e do orientador.

### **Fernanda Farah de Abreu Zorman**

Graduou-se em Administração pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) em 2002. Atua como gerente no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

#### Ficha Catalográfica

Zorman, Fernanda Farah de Abreu

Influência do BNDES na governança das empresas brasileiras listadas / Fernanda Farah de Abreu Zorman ; orientador: André Luiz Carvalhal da Silva. – 2012.

41 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2012.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Governança corporativa. 3. Investidores institucionais. 4. BNDES. I. Silva, André Luiz Carvalhal da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD:658

## Agradecimentos

Ao Andre Zorman, meu amor de toda a vida.

Aos meus filhos, João Pedro e Luis Felipe, pela sua existência e doçura que tornam a vida completa e colorida, e que, aos meus olhos, representam o meu maior presente de Deus.

A minha família, pela compreensão. À minha mãe Lygia e ao meu pai Claudio, que me ensinaram as coisas mais importantes da vida. A minhas irmãs Bianca e Mariana, pelo autêntico companheirismo.

A minhas avós e à Ude, que me apresentaram à palavra “determinação”.

Ao Sr. Rogério Vieira, que veio somar alegrias e bons momentos à nossa família.

Aos meus amigos, sempre presentes em todos os momentos. Os íntimos acompanharam toda essa empreitada e sabem quanto foram importantes ao longo desse caminho.

Ao Sr. Jorge Eduardo Moraes e ao Sr. Fabio Sotelino da Rocha, pelo apoio na realização desse curso.

À Sra. Luciane Gorgulho e Sr. Maurício Neves, pelo apoio no período de conclusão desse trabalho. Ao Sr. Julio Ramundo pela motivação e reconhecimento.

Ao meu orientador André Carvalhal e aos professores do IAG PUC-RIO, por todos os conhecimentos compartilhados.

À equipe do IAG, pela convivência e pelo suporte oferecido durante o curso.

## Resumo

Zorman, Fernanda Farah de Abreu; Silva, André Luiz Carvalhal da. **Influência do BNDES na Governança das Empresas Brasileiras Listadas.** Rio de Janeiro, 2012. 41p. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O objetivo da pesquisa é verificar a influência do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) na governança das empresas brasileiras listadas na BMF&BOVESPA. Existem muitos estudos na literatura que analisam o ativismo dos investidores institucionais na melhora da governança das empresas, em geral focados na atuação de fundos de pensão e fundos de *private equity* e *venture capital*. São poucos os estudos que analisam a atuação de um banco de desenvolvimento estatal na governança das empresas. No caso brasileiro, esse tema se torna ainda mais importante, uma vez que o BNDES possui a maior carteira de ações no país. Foram analisadas 275 empresas listadas no período de 2002 a 2009, das quais 117 estavam presentes na carteira do BNDES. Foram realizados testes de diferenças e estimados modelos econométricos, controlando por auto-seleção e endogeneidade, para verificar a relação entre a presença do BNDES e a governança das empresas. Os resultados demonstram que as empresas que contam com o BNDES como acionista apresentam melhor governança.

## Palavras-chave

Administração; governança corporativa; investidores institucionais; BNDES.

## **Abstract**

Zorman, Fernanda Farah de Abreu; Silva, André Luiz Carvalhal (Advisor). **Influence of BNDES in the Governance of Brazilian Listed Companies.** Rio de Janeiro, 2012. 41p. MSc. Dissertation - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The objective of this research is to examine the influence of BNDES in the governance of Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. There are many studies in the literature about the activism of institutional investors to improve corporate governance in general focused on the performance of pension funds, private equity and venture capital funds. There are few studies that analyze the influence of state development banks in corporate governance. In the Brazilian case, this issue becomes even more important, since BNDES has the largest equity portfolio in the country. We analyzed 275 listed companies from 2002 to 2009, of which 117 were present in the portfolio of BNDES. We perform tests of differences and run econometric models controlling for self-selection and endogeneity to investigate the relationship between BNDES and corporate governance. The results show that firms with BNDES as shareholder have better governance.

## **Keywords**

Business administration; corporate governance; institutional investors; BNDES.

## Sumário

1. Introdução	9
2. Revisão Bibliográfica	12
2.1. Governança Corporativa e Ativismo dos Investidores Institucionais	12
2.2. Governança Corporativa e Investidores Institucionais no Brasil	16
3. O BNDES no Mercado de Capitais Brasileiro	19
4. Dados e Metodologia	22
5. Análise dos Resultados	26
6. Conclusões	35
7. Referências Bibliográficas	37

## Lista de tabelas

Tabela 1 – Características Econômico-Financeiras das Firms Classificadas de Acordo com a Presença do BNDES com Acionista	27
Tabela 2 – Matriz de Correlações	28
Tabela 3 – Governança Corporativa e BNDES	29
Tabela 4 – Modelo Probit para BNDES como Acionista	31
Tabela 5 – Medidas Alternativas de Governança Corporativa e Presença do BNDES	33
Tabela 6 – Governança Corporativa e Participação do BNDES no Capital Votante e Total	34