

DETERMINANTES DO NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO DO SETOR DE CONSUMO CÍCLICO DA BM&FBOVESPA

RESUMO

O estudo objetiva investigar, a partir de um *ranking* de governança corporativa, quais características determinam a adoção de mecanismos de governança corporativa pelas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa que compõem o setor de consumo cíclico. A pesquisa caracteriza-se como descritiva e com abordagem quantitativa. A amostra é composta por 62 empresas que compõem o setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. A análise compreendeu o ano de 2011. Foram calculados quatro índices de governança corporativa: do conselho de administração, relação com investidores, auditoria, e um índice geral, obtido pela média dos três primeiros índices. Os resultados da pesquisa indicam que a presença de investidores institucionais influencia negativamente na adoção de mecanismos de governança atrelados ao conselho de administração. Apontam que a oportunidade de investimento influencia positivamente na adoção de atributos de relação com investidores e a oportunidade de crescimento, atributos de auditoria. O tamanho e o grau de intangibilidade influenciam positivamente os índices de governança corporativa. Conclui-se que diferentes características influenciam de diferentes formas a governança corporativa das empresas e que o grau de intangibilidade é a variável mais significativa na determinação dos índices de governança corporativa das empresas.

Palavras-chave: Teoria da agência. Governança corporativa. Consumo cíclico.

1 INTRODUÇÃO

Problemas organizacionais que culminaram em escândalos como o colapso da Enron e Arthur Andersen nos Estados Unidos da América e semelhantes no Reino Unido, como a Marconi (KHANCHEL, 2007), a crise internacional de 2008 (LEÃO, 2010) confirmam a concepção de que práticas de governança corporativa são fundamentais para as organizações e para o mercado de capitais (KHANCHEL, 2007; LEÃO, 2010).

Bianchi et al. (2009) afirmam que o tema governança corporativa, discutido em todo o mundo, tem se tornado indispensável ao passo que se tem percebido que boas práticas de governança corporativa refletem em reduções nos conflitos de agência existentes, bem como, segundo Silveira e Barros (2008), pode ser compreendida como um conjunto de mecanismos que aumentam a garantia de retorno sobre o investimento efetuado por fornecedores de recursos.

A relevância do tema tem instigado pesquisadores a investigar os atributos de governança corporativa, como Michaely e Shaw (1995), Yemarck (1996), Brickley, Coles e Jarrell (1997), Morck e Nakamura (1999), Hermalin e Weisbach (2003), Kent, Routledge e Stewart (2010), classificar empresas com base na qualidade da governança corporativa (KHANCHEL, 2007; BEKIRIS; DOUKAKIS, 2011) e identificar características das organizações que implicam em maior qualidade de governança corporativa, como McConnell e Servaes, (1990); Khanchel (2007); Silveira, Perobelli e Barros (2008); Leão (2010).

Percebe-se, ao verificar os estudos nacionais sobre determinantes de governança corporativa, que os autores não analisaram sistematicamente o impacto das variáveis sobre cada aspecto da governança corporativa em um setor do mercado acionário brasileiro. A despeito do impacto sobre cada aspecto da governança, Khanchel (2007) destaca que podem

revelar detalhes não visíveis quando se analisa um índice de governança geral. Quanto à aplicação num setor, Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) afirmam que em um país, empresas podem apresentar diferentes níveis de proteção aos investidores e, Klapper e Love (2004) e Silveira e Barros (2008) declaram que tais diferenças podem ocorrer de igual forma entre empresas de um mesmo setor. Assim o estudo do comportamento da governança corporativa em um setor específico é oportuno.

Diante do contexto da governança corporativa em empresas brasileiras o presente estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: Quais são os fatores determinantes da adoção de mecanismos de governança corporativa pelas empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor de consumo cíclico?

O objetivo da pesquisa é verificar, a partir de um *ranking* de governança corporativa, quais características determinam a adoção de mecanismos de governança corporativa pelas empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa que compõem o setor de consumo cíclico. Neste objetivo são calculados quatro índices de governança corporativa, três relacionados a diferentes aspectos da governança e o quarto, como um índice geral. As variáveis determinantes são testadas com cada um dos quatro índices.

A escolha pelo setor de consumo cíclico deu-se em virtude de ser o setor da BM&FBovespa que compreende o maior número de segmentos, em que a identificação de determinantes de governança corporativa torna-se mais oportuna aos investidores. Outro fator é a relevância deste setor no mercado de capitais, fato que motivou a BM&FBovespa a elaborar o “Índice BM&FBovespa de Consumo” (ICON) que mede o comportamento das ações das empresas representativas dos setores de consumo cíclico e não cíclico.

O estudo se justifica pela relevância do tema visto que, conforme Khanchel (2007), empresas bem dirigidas e com maior qualidade de governança podem ser mais rentáveis e, assim, os investidores podem esperar maior rentabilidade futura. Ainda, segundo o autor, uma governança corporativa eficaz garante, em determinados casos, a otimização de recursos intra e interorganizacionais.

O estudo se justifica ainda pela relevância do tema aos investidores (KHANCHEL, 2007) de modo que os resultados podem contribuir para que o investidor tenha maior suporte para identificar empresas que possuem melhor governança corporativa, o que pode contribuir diretamente na sua decisão de investimento.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A governança corporativa surge a partir da necessidade de se minimizar os conflitos de agência gerados entre principal e agente (EISENHARDT, 1989; SILVEIRA; BARROS, 2008). Entretanto, apesar da coerente necessidade de aplicação de mecanismos de governança corporativa, é comum se observar empresas, ainda que dentro de um mesmo contexto, com diferente qualidade de governança corporativa (KLAPPER; LOVE, 2004; SILVEIRA; BARROS, 2008). A diferença na qualidade de governança corporativa das organizações motivou diversos pesquisadores a elaborar índices de governança corporativa, como Kapper e Love (2004), Khanchel (2007) e Bekiris e Doukakis (2011).

Conforme Daily e Dalton (2004) as empresas sempre estão sujeitas a classificações que as distinguem entre “melhores” e “piores”. No que tange a governança corporativa, Khanchel (2007) destaca duas razões pelas quais uma classificação das empresas é importante, a primeira devido aos investidores utilizarem classificações para tomarem suas

decisões, como os investidores institucionais, em segundo, devido o espírito competitivo das organizações, um *ranking* apresenta-se como um motivador para que a empresa adote práticas de governança a fim de “ganhar” posições no *ranking*. A literatura aborda diferentes atributos da governança corporativa os quais formam a base do índice de governança corporativa utilizado nesta pesquisa e apresentados na sequência.

O tamanho do conselho de administração tem apresentado significativo impacto sobre a qualidade da governança corporativa (KHANCHEL, 2007). Conforme o autor, estudos suportam a relação negativa entre estas variáveis. Hermalin e Weisbach (2003) discorrem que conselhos com poucos integrantes são melhores que conselhos maiores, que podem ter problemas de *free rider* e monitoramento. Yermack (1996) e Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) verificaram uma relação negativa entre o tamanho do conselho e o valor da empresa e concluíram que conselhos menores são mais eficazes por não apresentarem problemas de comunicação e de coordenação.

Conforme Fama e Jensen (1983), a independência do conselho de administração é um bom instrumento de governança corporativa. Hermalin e Weisbach (2003) apresentam concepção semelhante ao afirmarem que uma maior proporção de conselheiros independentes remete a um monitoramento mais efetivo da administração. A independência do conselho associa-se a uma administração mais eficaz (MORCK; NAKAMURA, 1999), bem como conselhos com maior independência são mais propensos a substituir CEOs com desempenho adverso ao esperado pela organização (WEISBACH, 1988) e a contratar CEO externo ao invés de promover candidatos internos (BOROKHOVICH; PARRINO; TRAPANI, 1996), questões que apontam para uma melhor qualidade de governança corporativa.

O acordo de acionistas possui um impacto negativo sobre a qualidade da governança corporativa. Okimura (2003) e Silveira (2004) utilizaram tal premissa em suas pesquisas. Para Silveira (2004), por representar um consenso entre acionistas controladores, o acordo de acionistas pode aumentar as possibilidades de expropriação dos acionistas minoritários, uma vez que exclui a interferência destes em assuntos definidos no acordo.

A questão de o cargo de presidente do conselho de administração e o de CEO ser exercido por pessoas diferentes tem sido controverso e amplamente estudado (KHANCHEL, 2007). Jensen (1993) argumenta que a separação destes cargos convém aos acionistas. Pi e Timme (1993) identificaram que empresas com diferentes pessoas exercendo o cargo de presidência do conselho e de CEO apresentam maior retorno sobre ativos e Yemarck (1996) verificou que tais empresas apresentam um valor de mercado superior àquelas em que os cargos são exercidos pela mesma pessoa. Entretanto, Brickley, Coles e Jarrell (1997) não encontraram evidência de que a separação destes cargos reflita em um melhor desempenho das organizações. A esta questão soma-se o fato que conferir ao CEO o cargo de presidência reduz a flexibilidade do conselho no que tange a substituição do CEO por desempenho aquém do desejado (SHIVDASANI; ZENNER, 2004). Diante dos contrapostos apresentados, nesta pesquisa assume-se que a separação dos cargos, ou seja, que sejam exercidos por pessoas diferentes, favorece aos acionistas e, assim, implica em maior qualidade de governança.

Lameira (2007) discorre que a existência de problemas societários registrados junto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que envolvam a companhia e seus investidores; a inadimplência da organização quanto ao envio de informações a CVM e a exigência de refazimento das demonstrações contábeis são itens que integram o escopo de proteção dos direitos do investidor e se constituem em quesitos da governança corporativa de maneira que

a presença de tais situações implicam em menor qualidade de governança. De igual modo, Leal e Carvalho da Silva (2005) relacionaram estas questões como itens que integram a qualidade de governança das empresas brasileiras, assim, entende-se que ocorrência destes fatos relaciona-se negativamente com a governança corporativa.

Quanto ao *free float*, sua presença em nível superior a 25% pode ser entendida como um comprometimento da companhia em aumentar sua liquidez no mercado (SILVEIRA, 2004). Para Lameira (2007) tal posicionamento favorece aos acionistas minoritários e indica que a organização valoriza o mercado acionário na concepção de que este é uma relevante fonte de obtenção de recursos e, assim, pode estar associada a uma melhor governança.

Brown e Caylor (2004) sugerem que provisões e disposições estatutárias que busquem minimizar *takeovers* (situação em que as ações são compradas no mercado e o controle é transferido para o acionista comprador sem consentimento direto de todos os investidores) são importantes mecanismos de governança. No Brasil, Lameira (2007) aponta que a presença de *tag along* (dispositivo legal onde parte de prêmio pago pelo controle da organização é devido aos acionistas minoritários) atua como inibidor de possíveis *takeovers*, deste modo o autor entende que a presença de *tag along* superior ao exigido pela legislação indica maior qualidade de governança corporativa.

No que tange a existência de comitê de auditoria, Sharma (2011) afirma que há uma clara relação desta com a qualidade da governança corporativa. Os resultados da pesquisa de Klein (2002) indicam também que a presença de comitês de auditoria reduz a probabilidade de gerenciamento de resultados, impactando positivamente na transparência da organização. Ao comitê de auditoria se inclui ainda a importância da competência financeira (KHANCHEL, 2007). Bédard, Chtourou e Courteau (2004) afirmam que, em virtude de os membros do comitê serem responsáveis por supervisionar o controle interno e as informações financeiras, um determinado nível de competência financeira é necessário. Assim, entende-se que a presença de ao menos um membro do comitê com *expertise* financeira impacta positivamente na governança.

Aos atributos de governança corporativa inclui-se ainda a auditoria independente. Kanchel (2007) afirma que a presença de auditoria com reputação global, ou, empresas de auditoria *big four*, pode impactar em maior transparência da organização. Michaely e Shaw (1995) declaram que o prestígio das empresas de auditoria está associado a um melhor desempenho das empresas no longo prazo. Inclui-se ainda a concepção de Kent, Routledge e Stewart (2010) que sugerem que o tamanho do comitê auditoria, e a presença de uma empresa de auditoria externa ser uma firma *big four*, são os principais mecanismos de governança corporativa associados a menores gerenciamentos de resultado, o que impacta positivamente na transparência da organização (KLEIN, 2002).

Destaca-se que existem outros mecanismos de governança além dos citados acima, entretanto, deu-se ênfase àqueles que compõem os índices de governança corporativa utilizados neste estudo.

3 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Considerando o problema de pesquisa, foram formuladas, com base em estudos já realizados, sete hipóteses a serem testadas com base em: Investidores institucionais, tamanho da empresa, oportunidade de investimento, grau de intangibilidade, endividamento, oportunidade de crescimento e desempenho.

O reflexo da participação de investidores institucionais (como instituições financeiras, governo e empresas estrangeiras) no capital das empresas sobre a governança corporativa é um tema controverso (KHANCHEL, 2007). O autor afirma que pesquisas apontam para uma participação ativa dos investidores institucionais no sistema de governança das empresas. Shleifer e Vishny (1986) observam que, em virtude de suas participações societárias significativas, teriam maior incentivo no monitoramento do desempenho das empresas, o que impactaria positivamente na governança corporativa.

Por outro Lanza (2004) discorre que a presença deste tipo de investidor pode acarretar na expropriação do acionista minoritário impactando negativamente a governança corporativa. Apesar destes contrapontos, em um ambiente ineficiente de proteção legal, como no Brasil (LANZANA, 2004), a presença de investidores institucionais, segundo Shleifer e Vishny (1997) pode favorecer a redução de problemas de agência. Do exposto, depreende-se a primeira hipótese deste estudo:

H1 – A presença de investidores institucionais influencia positivamente o índice de governança corporativa das empresas.

O efeito do tamanho da empresa sobre suas práticas de governança corporativa também é ambíguo. Klapper e Love (2004) e Khanchel (2007) argumentam que empresas maiores produzem um maior fluxo de caixa livre e tendem a apresentarem maiores problemas de agência, de modo que necessitariam implementar mecanismos mais rigorosos de governança corporativa. Por outro lado, afirmam os autores, que empresas de menor porte podem ter melhores oportunidades de crescimento e, por este motivo, necessitam de recursos externos e, conseqüentemente, de melhor governança corporativa. Para efeitos de análise, nesta pesquisa assume-se que empresas maiores apresentam melhores práticas de governança corporativa. Isto posto apresenta-se a segunda hipótese da pesquisa:

H2 – Empresas maiores possuem índice de governança corporativa maior de que empresas menores.

Pesquisas têm apontado que empresas com uma direção de qualidade fomenta o ensejo de o gestor realizar projetos de longo prazo, aumentando investimentos e despesas de capital (STEIN, 1989). Conforme Khanchel (2007) tal ponto de vista denota que governança corporativa com maior qualidade implica em maiores investimentos na empresa e que tal atitude pode impactar positivamente no valor da empresa.

Entretanto, uma discussão que remonta de longa data aborda a questão de que gestores podem ser motivados a realizar projetos que sejam ineficientes no longo prazo a fim de extraírem benefícios pessoais (KHANCHEL, 2007). Para Khanchel (2007), tais situações apoiam a importância de uma governança corporativa de maior qualidade, assim, empresas com maiores oportunidades de investimento tendem a possuir uma melhor governança corporativa. Tem-se, então, a terceira hipótese que direciona este estudo:

H3 – A oportunidade de investimento influencia positivamente o índice de governança corporativa das empresas.

Conforme Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), o grau de intangibilidade de uma empresa também pode implicar na necessidade de maior monitoramento de seus ativos. Silveira, Perobelli e Barros (2008) argumentam que quanto mais intangível for a atividade da empresa, maiores os riscos de desvio de recursos. Portanto, empresas com maior grau de intangibilidade devem apresentar maior governança corporativa para compensar os riscos

inerentes a sua operação (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008). Assim, apresenta-se a quarta hipótese desta pesquisa:

H4 – Empresas com maior grau de intangibilidade possuem maior índice de governança corporativa.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) relacionam a governança corporativa ao endividamento dispendo que empresas com necessidade de captar recursos externos buscam mecanismos que lhes concedam condições mais vantajosas para captação de recursos externos e, dentre estes mecanismos se incluem a governança corporativa. Durnev e Kim (2005) e Khanchel (2007), em suas pesquisas, demonstram haver uma relação positiva entre governança corporativa e endividamento, no entanto, Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998) identificaram resultados opostos. Nesta pesquisa, a partir do referencial já exposto, assume-se a possível existência de relação positiva entre estas variáveis. Assim, tem-se a quinta hipótese do estudo:

H5 – O endividamento influencia positivamente o índice de governança corporativa das empresas.

Conforme Silveira, Perobelli e Barros (2008) empresas com oportunidade de crescimento precisam de maior quantidade de recursos e tendem a ser captado no mercado, e assim, precisam de um melhor nível de governança corporativa para facilitar a captação dos recursos. Soma a esta questão o fato de que empresas em crescimento são comumente identificadas como expropriadoras (McCONNELL; SERVAES, 1990), o que deste modo, são incentivadas ao uso de melhores práticas de governança corporativa a fim de reduzirem os conflitos de agência (KLAPPER; LOVE, 2004). Depreende-se, a partir dos argumentos expostos, a sexta hipótese desta pesquisa:

H6 – A oportunidade de crescimento influencia positivamente o nível de governança corporativa das empresas.

Khanchel (2007) afirma que, em teoria, a qualidade da governança corporativa deve estar relacionada a valorização corporativa e ao seu desempenho. Para o autor empresas podem obter baixo desempenho em virtude de conflitos de agência oriundo de baixa governança corporativa. Esta assertiva é também considerada neste estudo, estabelecendo assim a sétima hipótese:

H7 – O desempenho da empresa influencia positivamente o seu índice de governança corporativa.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Os procedimentos adotados para investigar os determinantes do nível de governança corporativa das empresas do setor de consumo cíclico listadas na BM&FBovespa permitem caracterizar o estudo como descritivo, documental e com abordagem quantitativa.

A população definida para o estudo foram todas as companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa classificadas no setor de consumo cíclico. Das 525 empresas listadas, 68 compõem este setor, aproximadamente 13% das empresas listadas na BM&FBovespa. Destas 68 companhias, 6 foram excluídas por não apresentarem todos os dados necessários para a realização do estudo. Deste modo, a amostra não probabilística constituiu-se das demais 62 empresas.

Foram calculados quatro índices de governança corporativa a partir do referencial teórico apresentado a despeito dos atributos da governança. Os três primeiros índices abordam três diferentes atributos da governança corporativa abordados pela teoria, a saber, o conselho de administração, a relação com investidores e auditoria. O quarto índice é um índice geral de governança corporativa, calculado a partir da média dos três primeiros índices. Os atributos de governança corporativa utilizados neste estudo estão dispostos no Quadro 1.

Quadro 1 – Atributos de governança corporativa (GC)

Aspectos da GC	Atributos	Mensuração do atributo
Conselho de Administração	Tamanho do conselho de administração	Quantidade de membros do conselho de administração
	Independência do conselho de administração	$\frac{\text{Número de membros independentes}}{\text{Quantidade de membros do conselho}}$
	Acordo de acionista	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que não possui acordo de acionista e 0 àquela que não possui.
	Separação do cargo de CEO e presidente do conselho	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que onde o cargo de CEO e presidência do conselho são exercidos por pessoas diferentes e 0 caso contrário.
Relação com Investidores	Ausência de refazimento das demonstrações contábeis	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que não fez suas demonstrações nos últimos 5 anos e 0 para aquelas que refizeram.
	Ausência de problemas com investidores	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que não possui problemas com investidores registrados na CVM nos últimos 5 anos e 0 caso haja registro.
	Ausência de inadimplência com a CVM	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que não apresentou inadimplência com a CVM nos últimos 5 anos e 0 caso tenha estado inadimplente.
	<i>Free-float</i>	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que possui <i>free float</i> superior a 25% e 0 para as demais.
	<i>Tag along</i>	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que possui <i>tag along</i> adicional ao exigido pela lei e 0 caso não possua.
Auditoria	Presença de comitê de auditoria	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que possui comitê de auditoria e 0 àquela que não possui.
	Tamanho do comitê de auditoria	Quantidade de membros do comitê de auditoria.
	Reputação da empresa de auditoria independente	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa cuja auditoria independente é <i>Big four</i> e 0 caso não seja.
	Remuneração da auditoria independente	Variável <i>dummy</i> . Atribui-se 1 à empresa que divulga a remuneração da auditoria independente e 0 caso não divulge.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para calcular os índices de governança, assumiu-se que a empresa com maior pontuação de cada aspecto possuía índice de 100% e, a partir deste, calculou-se o índice das demais empresas, em percentual. Assim, o índice calculado neste estudo indica que a empresa utiliza-se de maiores atributos de governança, mas não que está apresenta, necessariamente, uma governança total nos atributos analisados.

Os dados para composição dos índices de governança corporativa foram coletados diretamente dos sítios da BM&FBovespa e da CVM e do formulário de referência das empresas. As variáveis independentes utilizadas nesta pesquisa como determinantes dos índices de governança corporativa juntamente com suas *proxys* são apresentados no Quadro 2.

Quadro 2 – Componentes das variáveis independentes

Variáveis	Sigla	Proxys	Fonte
Investidores institucionais	Inst	% de ações com governo, bancos e empresas estrangeiras	BM&FBovespa
Tamanho	Tam	Logaritmo natural do ativo total	Economática
Oportunidade de investimento	Invest	$\frac{\text{Aquisição de imobilizado}}{\text{Total do ativo}}$	BM&FBovespa
Grau de intangibilidade	Intang	$\frac{\text{Ativo intangível}}{\text{Total do ativo}}$	Economática
Endividamento	End	Soma do passivo circulante e passivo não circulante	Economática
Oportunidade de crescimento	Cresc	$\frac{\text{Receitas de 2011} - 1}{\text{Receitas de 2010}}$	Economática
Desempenho	Des	Q de Tobin	Economática

Fonte: Elaborado pelos autores.

A análise compreende dados do ano de 2011. Para consecução do objetivo da pesquisa, a partir dos índices de governança corporativa calculados, procedeu-se a análise de quais variáveis são significativas para explicar o comportamento da variável dependente, valendo-se do *software* SPSS 20 e aplicando-se a técnica de regressão linear múltipla.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para responder a questão de pesquisa e alcançar o objetivo do estudo primeiramente calculou-se os índices de governança corporativa conforme descrito na metodologia. As estatísticas descritivas dos índices de governança corporativa são apresentadas na Tabela 1.

Tabela 1 – Estatística descritiva dos índices de governança corporativa

Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Conselho de administração	0,4123	0,3676	0,2793	1,0000	0,0441
Relação com investidores	0,7613	0,8000	0,2107	1,0000	0,2000
Auditoria	0,3935	0,4000	0,2313	1,0000	0,0000
Índice Geral de Governança Corporativa	0,5224	0,4960	0,1878	0,9462	0,1529

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme se observa na Tabela 1, em todos os índices de governança corporativa têm-se empresas com adoção a grande parte dos atributos da governança corporativa. Entretanto, há empresas com baixa adoção destes mecanismos. Os dados da Tabela 1 indicam para um grupo heterogêneo de empresas no que tange a adoção de mecanismos de governança corporativa. Estes resultados confirmam o descrito por Klapper e Love (2004) e Silveira e Barros (2008) de que empresas inseridas num mesmo contexto podem apresentar diferentes índices de governança corporativa decorrentes da individualidade de cada organização.

Ainda, conforme se observa na Tabela 1, a partir do índice geral calculado, percebe-se que nenhuma empresa possui adoção a todos os mecanismos de governança corporativa analisados neste estudo, aliás, percebe-se que há empresas que não possui nenhum atributo de governança corporativa relacionado a auditoria. O aspecto da governança cujos atributos são mais disseminados entre as organizações no setor de consumo cíclico são os atrelados à relação com investidores, e o aspecto menos explorado por estas empresas é a Auditoria, onde mais da metade das organizações não possuem mais que 40% dos atributos verificados.

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis independentes que são entendidas nesta pesquisa como as determinantes dos níveis de governança corporativa apresentados na Tabela 1.

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis independentes

Variáveis	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Investidores institucionais	0,0432	0,0000	0,1136	0,6028	0,0000
Tamanho	13,5867	13,64698	2,1081	19,8699	7,4961
Oportunidade de investimento	0,0491	0,0357	0,0648	0,3399	0,0000
Grau de intangibilidade	0,0891	0,0109	0,1655	0,7068	0,0000
Endividamento	3,6427	0,6259	18,9327	148,0189	0,0094
Oportunidade de crescimento	0,1449	0,1335	0,3670	1,6537	-0,9813
Desempenho	1,0980	0,8374	0,9655	4,6193	0,0000

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise da Tabela 2 permite inferir que o setor de consumo cíclico da BM&FBovespa é composto por um grupo heterogêneo de empresas. Há empresas significativamente endividadas em contraponto a empresas com endividamento baixo. Da mesma forma há empresas com grande presença de investidor institucional ao passo que

outras não possuem investidores deste gênero. Esta heterogeneidade pode justificar as diferenças nos índices de governança corporativa apresentadas na Tabela 1, confirmando novamente o exposto por Klapper e Love (2004) e Silveira e Barros (2008).

Para se verificar quais variáveis influenciam de forma significativa os índices de governança corporativa das empresas do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa, realizou-se o teste de regressão linear múltipla para cada índice calculado, cujos resultados são apresentados na Tabela 4. Entretanto, antes do cálculo da regressão testou-se a normalidade das variáveis e verificou-se que estas apresentam distribuição normal, permitindo o uso da técnica selecionada para o estudo. Calculou-se também a correlação para identificar possíveis problemas de multicolinearidade. Conforme Gurajati (2006), a presença de multicolinearidade não significa problemas do modelo, contudo sua presença elevada gera aumento no termo do erro. Os resultados da correlação estão expostos na Tabela 3.

Tabela 3 – Correlação entre as variáveis independentes

	Inst	Tam	Invest	Intang	End	Cresc	Des
Inst	1						
Tam	0,15	1					
Invest	0,509	0,212	1				
Intang	0,196	0,256	0,13	1			
End	-0,065	-0,433	-0,126	-0,089	1		
Cresc	0,05	0,063	0,139	0,087	0,021	1	
Des	0,158	0,122	0,116	0,07	-0,174	0,247	1

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados da Tabela 3 demonstram que não há alto grau de correlação entre as variáveis (correlação superior a 85%), o qual denota não haver problemas elevados de multicolinearidade que possam afetar os resultados do modelo de regressão com as variáveis utilizadas e apresentados na Tabela 4.

Na Tabela 4 pode-se constatar que o Valor *p* do modelo é inferior a 0,015, indicando que as variáveis independentes utilizadas possuem significância para explicar o nível de evidenciação encontrado (variável dependente). A capacidade explicativa do modelo utilizando regressão linear envolvendo as variáveis independentes consideradas é de 28,9% do índice geral de governança corporativa e de 17% a 22,3% para os demais índices, em média, para o nível de evidenciação da redução ao valor recuperável dos ativos.

A VIF (*Variance Inflation Factor*) é uma medida de quanto a variância de cada coeficiente de regressão estimado aumenta devido à colinearidade. VIF acima de 5 pode conduzir a problemas de multicolinearidade, assim, os resultados da amostra apresentaram números aceitáveis de VIF. O teste *Durbin-Watson* apresentou um índice próximo a dois em todos os testes, representando não existir problema de alta correlação entre os resíduos.

Tabela 4 – Resultados do modelo

Variáveis		Conselho de Administração	Relação com Investidores	Auditoria	Índice Geral
Constante		0,197	0,336	-0,230	0,170
Investidores institucionais	β	-0,646 ***	-0,064	0,149	-0,187
	<i>t</i>	(-1,946)	(-0,251)	(0,530)	(-0,884)
Tamanho	β	0,011	0,023 ***	0,025 ***	0,020 ***
	<i>t</i>	(0,634)	(1,713)	(1,699)	(1,771)
Oportunidade de Investimento	β	0,837	0,848 ***	-0,268	0,472
	<i>t</i>	(1,449)	(1,891)	(-0,542)	(1,271)
Grau de Intangibilidade	β	0,776 *	0,312 **	0,351 **	0,480 *
	<i>t</i>	(3,873)	(2,008)	(2,045)	(3,722)
Endividamento	β	-0,001	0,001	0,000	0,000
	<i>t</i>	(-0,539)	(0,573)	(-0,058)	(-0,075)
Oportunidade de Crescimento	β	0,099	-0,016	0,161 **	0,081
	<i>t</i>	(1,104)	(-0,223)	(2,086)	(1,407)
Desempenho	β	-0,025	0,041	0,024	0,013
	<i>t</i>	(-0,712)	(1,513)	(-0,823)	(0,605)
Valor <i>p</i>		0,004	0,012	0,015	0,000
Valor de F		3,508	2,880	2,791	4,550
R ² ajustado		0,223	0,177	0,170	0,289
Durbin-Watson		2,144	1,745	1,778	2,020

* Significante ao nível de 1%; ** Significante ao nível de 5%; *** Significante ao nível de 10%

Fonte: Dados da pesquisa.

O poder explicativo individual de cada variável independente testada indica que a variável “Investidores institucionais” é significativa ao nível de 10% apenas para o índice dos atributos relacionados ao conselho de administração. Esta relação é negativa, indicando que maior participação de investidores institucionais implica em menor qualidade de governança corporativa. Apesar de não significativa, a relação também é negativa para os índices de relação com investidores e para o índice geral. Este resultado apoia a concepção de Lanzana (2004) de que a presença de investidores institucionais impacta negativamente a qualidade da governança corporativa por acarretar na expropriação de acionistas minoritários. Os resultados expostos implica na rejeição da hipótese 1.

A variável “tamanho” mostrou-se significativa para todos os índices ao nível de 10%, exceto para o conselho de administração. A relação positiva apresentada no modelo permite aceitar a hipótese de que empresas maiores possuem índice de governança corporativa maior que empresas menores. Estes resultados indicam que empresas maiores, em virtude de seu maior fluxo de caixa livre e maior propensão a conflitos de agência implementam mecanismos de governança a fim de reduzir conflitos e aumentar o monitoramento organizacional (KLAPPER; LOVE, 2004; KHANCHEL, 2007).

A variável “oportunidade de investimento” mostrou-se significativa (ao nível de 10%) apenas para o índice de relação com investidores apontando que empresas que estão aumentando ou modernizando/renovando seu ativo imobilizado possui maior preocupação em obter melhor relacionamento com seus investidores convergindo com Stein (1989) e Khanchel (2007). Para os demais índices a variável apesar de indicar relação positiva (exceto para auditoria) não são significativas, assim, não se aceita a hipótese 3, tampouco pode-se refutá-la dado a falta de evidências empíricas.

Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Silveira, Perobelli e Barros (2008) apontam em suas pesquisas que uma maior intangibilidade da empresa implica em maiores riscos de desvios de recursos e, desta forma, a empresa precisa de maior quantidade de atributos de

governança corporativa. Estes resultados são respaldados nesta pesquisa, visto que a variável mostrou-se significativa em todos os índices ao nível de 1% e 5%. A relação positiva entre as variáveis permite aceitar a hipótese 4 de que empresas com maior grau de intangibilidade possuem maior índice de governança corporativa.

A variável Desempenho, medida por meio do Q de *Tobin* e a variável endividamento, apesar de apontarem relação positiva, tal relação não é significativa, assim não se rejeita bem como não se aceita as hipóteses H5 de que o endividamento influencia positivamente o índice de governança corporativa das empresas e H7 de que o desempenho da empresa influencia positivamente o seu índice de governança corporativa.

Isso posto, depreende que a pesquisa proporciona indicativos para apoiar os argumentos de Durnev e Kim (2005), Khanchel (2007), Silveira, Perobelli e Barros (2008), quanto ao endividamento, de que empresas com necessidades de recursos adotam maiores mecanismos de governança corporativa para captar recursos com maior facilidade. Porém, o resultado de Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1998) apontando para uma relação negativa entre estas variáveis denota que o tema necessita de maiores estudos. Em relação ao desempenho, esta pesquisa oferece indicativos para apoiar os argumentos de Khanchel (2007), entretanto, necessita, de igual forma ao endividamento, de maiores estudos.

A Hipótese 6 afirma que a oportunidade de crescimento influencia positivamente o nível de governança corporativa das empresas. A variável oportunidade de crescimento (*cresc*) mostrou-se significativa apenas para o índice de auditoria (ao nível de 5%) apontando que empresas com expectativa de crescimento adotam atributos relacionados a auditoria propiciando maior monitoramento de suas atividades. O resultado para os demais índices, apesar de não significativos, é positivo, exceto para o índice “relação com investidores” corroborando com o explanado por Silveira, Perobelli e Barros (2008). A relação negativa com o índice de relação com investidores oferece indicativos de que empresas em expansão são expropriadoras de acionistas minoritários (McCONNELL; SERVAES, 1990). Diante destes resultados não se aceita ou refuta-se a hipótese 6.

6 CONCLUSÃO

Este estudo investigou as características que determinam a adoção de mecanismos de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa que compõem o setor de consumo cíclico. Realizou-se uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa por meio de análise documental com dados primários e secundários. Da população de 68 empresas do setor de consumo cíclico, 62 compuseram a amostra.

Para a análise dos resultados foram utilizados diferentes testes estatísticos, como segue: (i) a caracterização da amostra por meio de estatística descritiva; (ii) elaboração de *rankings* para verificação dos diferentes níveis de governança corporativa pelas empresas e para se realizar o terceiro grupo de testes; (iii) para identificar quais características determinam a adoção de mecanismos de governança corporativa foi efetuada a regressão linear múltipla para cada índice calculado.

Os resultados apontam que a presença de investidores institucionais implica em menores adoções de mecanismos de governança corporativa relacionadas ao conselho de administração e a relação com acionistas denotando que, em empresas do setor de consumo cíclico, investidores institucionais implicam em possível expropriação de acionistas minoritários (LANZANA, 2004).



Desafios e Tendências da Normatização Contábil

As oportunidades de investimento e de crescimento implicam, de modo geral, na adoção de melhores práticas de governança corporativa, sendo significativas na relação com investidores e auditoria respectivamente. Apesar de não significativas, as variáveis endividamento e desempenho indicam uma relação positiva com os índices de governança corporativa o que sinaliza na adoção por melhores práticas de governança corporativa das empresas. Estes resultados necessitam de maior respaldo empírico no Brasil.

O tamanho da empresa e o grau de intangibilidade mostraram-se como as principais características que levam as empresas a adotarem atributos de governança corporativa. Estes resultados apontam que empresas maiores possuem maior preocupação em reduzir custos de agência e monitorar seu fluxo de caixa livre (KLAPPER; LOVE, 2004; KHANCHEL, 2007).

De modo geral as variáveis não apresentam influências significativas sobre a adoção de atributos de governança corporativa das empresas; a presença de investidores institucionais prejudica a adoção de mecanismos relacionados ao conselho de administração; a oportunidade de investimento fomenta adoção de mecanismos de governança atrelados a relação com investidores e, a oportunidade de crescimento, de auditoria; o tamanho da empresa influencia positivamente todos os aspectos da governança corporativa, não sendo significativa apenas para o conselho de administração; o grau de intangibilidade mostrou-se como a variável que impacta com maior significância na adoção de mecanismos de governança corporativa das empresas.

Este estudo, apesar de suas contribuições no que tange a elaboração de diferentes índices de governança corporativa e a verificação da influência das características que implicam em cada aspecto da governança corporativa de forma independente e dependente possui limitações. Destaca-se como limitação a utilização apenas de um setor da BM&FBovespa, que impossibilita a generalização para todas as empresas de capital aberto. Outra limitação encontra-se nas variáveis determinantes utilizadas, visto que pode haver outras variáveis que não foram abordadas neste estudo.

Recomenda-se, para pesquisas futuras, a replicação desta pesquisa em outro setor ou outro país para comparabilidade dos achados. Recomenda-se também a utilização de outras variáveis como determinantes de adoção de atributos da governança corporativa. Recomenda-se ainda a utilização de outros aspectos da governança corporativa para expandir os conhecimentos a despeito da adoção de mecanismos de governança corporativa pelas empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

BÉDARD, Jean; CHTOUROU, Marrakchi; COURTEAU, Lucie. The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. v. 23, n. 2, p. 23-36, 2004.

BEKIRIS; Fivos V.; DOUKAKIS, Leonidas C. Corporate governance and accruals earnings management. *Managerial and Decision Economics*. v. 32, p. 439-456, 2011.

BIANCHI, Márcia; SILVA, Carolina Vianna da; GELATTI, Rosemary; ROCHA, João Marcos Leão da. A evolução e o perfil da governança corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica no EnANPAD entre 1999 e 2008. *ConTexto*. v. 9, n. 15, p. 1-26, jan./jun. 2009.



Desafios e Tendências da Normatização Contábil

- BOROKHOVICH, Kenneth A.; PARRINO, Robert; TRAPANI, Teresa. Outside directors and CEO selection. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 31, n. 3, p. 337-355, set. 1996.
- BRICKLEY, James A.; COLES, Jeffrey L.; JARRELL, Gregg. Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. **Journal of Corporate Finance**. v. 3, n. 3, p. 189-220, jun. 1997.
- BROWN, Lawrence D.; CAYLOR, Marcus L. Corporate governance and firm performance. **Social Science Research Network**. 2004. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=586423>. Acesso em: 26, dez. 2012.
- DAILY, Catherine M.; DALTON, Dan R. The rating game. **Journal of Business Strategy**. v. 25, n. 1, p. 7-8, 2004.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. Law, finance, and firm growth. **The Journal of Finance**. v. 53, n. 6, p. 2107-2137, dez. 1998.
- DURNEV, Art; KIM, E. Han. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**. v. 60, n. 3, p. 1461-1493, jun. 2005.
- EISENHARDT, Kathlenn. M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**. v. 14, n. 1, p. 57-74, jan. 1989.
- EISENBERG, Theodore; SUNDGREN, Stefan; WELLS, Martin T. Larger board size and decreasing firm value in small firms. **Journal of Financial Economics**. v. 48, n. 1, p. 35-54, abr. 1998.
- FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**. v. 26, n. 2, p. 301-325, jun. 1983.
- GURAJATI, D. N. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2006.
- HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review**. v. 9, n. 1, abr. 2003.
- HIMMELBERG, Charles P.; HUBBARD, R. Glenn; PALIA, Darius. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**. v. 53, n. 3, p. 309-466, set. 1999.
- JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and failure of internal control systems. **The Journal of Finance**. v. 48, n. 3, p. 831-880, jan. 1993.
- KENT, Pamela; ROUTLEDGE, James; STEWART, Jenny. Innate and discretionary accruals quality and corporate governance. **Accounting and Finance**. v. 50, p. 171-195, 2010.
- KHANCHEL, Imen. Corporate governance: measurement and determinant analysis. **Managerial Auditing Journal**. v. 22, n. 8, p. 740-760, 2007.
- KLAPPER, Leora F., LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**. v. 10, n. 5, p. 703-728, nov. 2004.
- KLEIN, April. Economic determinants of audit committee independence. **The Accounting Review**. v. 77, n. 2, p. 435-452, abr. 2002.



Desafios e Tendências da Normatização Contábil

- LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras – uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras.** Tese (Doutorado em Administração). PUC: Rio de Janeiro, 2007.
- LANZANA, Ana Paula. **Relação entre *disclosure* e governança corporativa das empresas brasileiras.** Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo: São Paulo, 2004.
- LEAL, Ricardo P.C.; CARVALHAL DA SILVA, André L. Corporate governance and value in Brazil and in Chile. **Inter-American Development Bank**. Research Network, Working Paper R-516, out. 2005.
- LEÃO, Alexandre de Souza Baptista de. **Determinantes de governança corporativa no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia e Finanças IBMEC: Rio de Janeiro, 2010.
- McCONNELL, John J.; SERVAES, Henri. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**. v. 27, n. 2, p. 595-612, out. 1990.
- MICHAELY, Roni; SHAW, Wayne H. Does the choice of auditor convey quality in an initial public offering. **Financial Management**. v. 24, n. 4, p. 15-30, 1995.
- MORCK, Randall; NAKAMURA, Masao. Banks and corporate control in Japan. **The Journal of Finance**. v. 54, n. 1, p. 319-339, fev. 1999.
- OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade de São Paulo: São Paulo, 2003.
- PI, Lynn; TIMME, Stephen G. Corporate control and bank efficiency. **Journal of Banking and Finance**. v. 17, n. 2-3, p. 515-530, abr. 1993.
- SHARMA, Aparna. Corporate governance and board effectiveness. **International Journal of Computational Engineering & Management**. v. 13, jul. 2011.
- SHIVDASANI, Anil; ZENNER, Marc. Best practices in corporate governance: what two decades of research reveals. **Journal of Applied Corporate Finance**. v. 16, n. 2-3, p. 29-41, 2004.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**. v. 94, n. 3, p. 461-488, jun. 1986.
- SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com desempenho das empresas no Brasil.** Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo: São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**. v. 14, n. 3, p. 1-29, set./dez. 2008.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de



Desafios e Tendências da Normatização Contábil

capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**. v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

STEIN, Jeremy C. Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior. **Quarterly Journal of Economics**. v. 104, n. 4, p. 655-669, nov. 1989.

WEISBACH, Michael S. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics**. v. 20, p. 431-460, jan./mar. 1988.

YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**. v. 40, n. 2, p. 185-211, fev. 1996.