



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas
na Pesquisa Contábil**

Governança Corporativa e Endividamento: um estudo empírico nas empresas listadas nos segmentos da BM&FBovespa nos anos de 2008 a 2012

MARIANE BEZERRA NÓBREGA

Universidade Federal da Paraíba

ANA KAROLINY NASCIMENTO APOLINÁRIO

Universidade Federal de Campina Grande

GOVERNANÇA CORPORATIVA E ENDIVIDAMENTO: Um estudo empírico nas empresas listadas nos segmentos da BM&F Bovespa nos anos de 2008 a 2012

RESUMO

Após a criação dos níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa vários estudos têm sido realizados no intuito de analisar as possíveis vantagens ocorridas com isto. Neste sentido, o presente artigo tem como objetivo analisar a possível diferença no nível de endividamento entre as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e as listadas no Mercado Tradicional da BM&F Bovespa no período de 2009 a 2013. Para o alcance do objetivo, utilizou-se o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis, quando comparados os quatro níveis estudados, e o teste de Mann-Whitney para a segunda análise (comparação entre o Mercado Tradicional e o Novo Mercado). Pode-se perceber diferentes visões sobre a relação entre o nível de Governança Corporativa e o grau de endividamento que remetem a possibilidade de relação positiva, negativa ou a não existência de relação entre os dois temas. Contudo, os resultados encontrados estão de acordo com alguns trabalhos publicados no Brasil e indicou que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa provoca mudanças nos níveis de endividamento das empresas em relação às empresas listadas no mercado tradicional, de forma que não rejeita-se a possibilidade de que haja diferença entre o nível de endividamento das empresas listadas no mercado tradicional e o das listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa. A maior contribuição deste trabalho é para a literatura corrente sobre o tema, visto que é um dos poucos estudos do País a relacionar os níveis de governança corporativa com endividamento (de curto e longo prazo, e total).

Palavras-chave: Governança Corporativa e Endividamento.

1. INTRODUÇÃO

A Teoria da Agência, consolidada por Jensen e Meckling (1976), trouxe a ideia de que podem se formar conflitos dentro das empresas entre proprietários e controladores, pelo uso de informações para aumento do bem-estar de uns em detrimento de outros. Desta forma, por essa informação ser utilizada antes de ser divulgada ao público em geral, a literatura costuma chamá-la de “informação privilegiada”, e seu uso é considerado uma prática ilegal em diversos países, chamado pela literatura internacional de *insider trading*.

Escândalos corporativos, como os casos da Enron e WorldCom, foram os principais responsáveis pelo aumento da preocupação acerca do tema. Isto somado ao aumento da competição graças à globalização e à criação de leis (destacando-se a Lei Sarbanes-Oxley) criou um novo cenário mundial, com a disseminação da importância da Governança Corporativa, através de suas diretrizes e práticas, na qual um dos principais objetivos é a proteção aos investidores e credores.

Shleifer e Vishny (1997) dizem que “a Governança Corporativa consiste no conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital para as empresas se asseguram de que irão receber o retorno adequado sobre seus investimentos”. Carvalho (2002) destaca que essa

proteção é composta por três elementos: conjunto de regras/leis (governança corporativa), *disclosure* (qualidade das informações disponíveis) e *enforcement* (potencial dos agentes para fazer com que seus direitos legais sejam de fato observados).

Carvalho (2002) aponta as diversas óticas da Governança Corporativa, de acordo com o problema de agência considerado, de forma que as políticas de proteção ao investidor podem ter caráter legal, envolvendo os sistemas legais dos países, ou, quando estes sistemas são “fracos”, tornam-se cada vez mais necessárias boas práticas de governança, de modo que o próprio mercado pode estabelecer formas de proteção.

Segundo Vieira e Mendes (2006), no Brasil, assim como em outros países em desenvolvimento, o sistema legal é fraco, fazendo com que haja uma maior necessidade de reduzir os riscos dos investidores, aumentando a propensão de investimentos. Deste modo, com o objetivo de suprir essa carência de proteção dos investidores e diminuir o lapso de informação existente entre as empresas e os investidores, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&F Bovespa) criou os níveis diferenciados de governança corporativa, aos quais as empresas de capital aberto podem aderir de forma contratual, de acordo com as práticas que elas utilizam. Essa busca pela legitimidade se baseia em um processo intertemporal de construção de confiança, com uma maior garantia de cumprimento dos contratos, o que pode abrir portas para o uso de capital de terceiros, endividamento.

Neste sentido, sobre o endividamento, duas abordagens podem ser mencionadas. A primeira é citada por Myers (1984) como abordagem do *trade-off*, segundo a qual as empresas procuram uma estrutura ótima de financiamentos, determinada pela ponderação entre os benefícios e os custos associados à alavancagem. A segunda é a teoria da *pecking order*, citada por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), segundo a qual as empresas devem seguir uma hierarquia de preferências por diferentes fontes de financiamento, preferindo, inicialmente, as fontes internas, em seguida as fontes externas mais fáceis e de menor custo, e posteriormente as fontes externas de maior dificuldade e maior custo.

Também, o endividamento pode ser acionado por conta da necessidade, por parte das empresas de capital aberto, de captação de recursos externos, além de por meio de ações (Stiglitz, 1990; Black, 2000) e como forma de controle (Jensen, 1986; Kumar, 2013; Sharpe e Treynor, 1977). A alavancagem financeira, como busca por crescimento, também é um dos motivos que faz as empresas procurarem capital de terceiros.

Todavia, pode-se perceber duas visões distintas sobre a relação entre o nível de Governança Corporativa e o grau de endividamento. Do ponto de vista de teoria econômica, poderia se falar que a teoria do *pecking order* e a teoria do *trade-off* fariam com que as empresas tentassem manter o equilíbrio de suas dívidas, o que, teoricamente seria mais facilmente alcançado por aquelas empresas que possuem práticas de Governança Corporativa, pois estas teriam maior facilidade em captar investimentos. Do ponto de vista da concentração de propriedade, pode-se sugerir que as empresas com maior concentração de propriedade, possivelmente inseridas no segmento de mercado tradicional, tendem a ter maior tendência ao endividamento, para evitar o elevado custo de capital próprio devido ao prêmio de risco pago aos acionistas minoritários.

Por outro lado, a seleção adversa pode fazer com que mesmo as empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa, procurem empréstimos para evitar a desvalorização de seus papéis. No mesmo sentido, a menor concentração de propriedade, verificada, principalmente no Novo Mercado, pode fazer com que as empresas se endividem

mais, como forma de evitar conflitos de agência, a possível expropriação por parte dos controladores.

Neste sentido, o objetivo geral deste trabalho é analisar a possível relação entre o nível de endividamento das empresas e a adoção de práticas de Governança Corporativa, através da comparação entre as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e as listadas no Mercado Tradicional da BM&F Bovespa.

A maior contribuição deste trabalho é para a literatura corrente sobre o tema, visto que é um dos poucos estudos do País a relacionar os níveis de governança corporativa com endividamento (de curto e longo prazo, e total).

O trabalho está estruturado em seis seções, sendo a primeira o preâmbulo com uma breve apresentação do tema e dos objetivos de estudo; a segunda, que trata da fundamentação teórica utilizada para balizar a análise dos achados; a terceira, contendo a apresentação do percurso metodológico utilizado na pesquisa, incluindo a caracterização da pesquisa, apresentação da amostra e da forma em que os dados foram tratados e o modelo analítico utilizado; a quarta, em que são apresentados os resultados da pesquisa; a quinta, onde são retratadas as conclusões sobre o estudo, e, a sexta e última, com as referências utilizadas.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Governança Corporativa

A Governança Corporativa surgiu no Brasil como forma de suprir uma necessidade de maior proteção, sobretudo aos investidores, visto a carência de leis regulamentadoras específicas. Carvalho (2002) afirma que a compreensão deste assunto é melhor à luz do modelo de desenvolvimento do mercado acionário, iniciando na década de 70, pois até esta década o mercado era bastante desregulado, havia pouca demanda e pouco esclarecimento a respeito da governança, mas o governo acreditava que o mercado de capitais era importante para o desenvolvimento do país, criando, de tal modo, as primeiras normas e regulamentos, refletindo em um modelo baseado em incentivos fiscais para a aquisição de emissões, além da criação de um mercado comprador compulsório.

No contexto brasileiro as empresas não raramente possuem estruturas familiares até hoje, e, assim, as companhias abertas geralmente possuíam controle concentrado nas mãos de poucos donos, o que impulsionou a expansão do limite para emissões de ações preferenciais, e restringiu as funções da Comissão de Valores Imobiliários (CVM). A propriedade somente passou a ser mais difundida com a necessidade de aumento da escala produtiva, sendo marcada, também, pela Lei 6.404, a partir de 1976, que padronizava diversas práticas, apesar de ser ambígua em alguns pontos (Vieira e Mendes, 2006). Entretanto, a melhoria, segundo Carvalho (2002), veio nos anos de 1990, quando alguns fatos, como participação ativa dos investidores institucionais e a internacionalização das negociações, fizeram emergir a preocupação com a governança.

Segundo o IBGC, esse movimento foi iniciado, principalmente, nos Estados Unidos, quando os acionistas perceberam a necessidade de uma maior proteção contra os abusos da diretoria executiva, da inércia de conselhos de administração falhos e da omissão das auditorias externas das empresas, por meio de novas regras que pudessem superar o “conflito de agência”. Desta forma, a Governança Corporativa surge como um conjunto de mecanismos, entre eles regras, práticas e princípios eficientes.

Devido, sobretudo, a grande abrangência do conceito de “conflito de agência”, às características individuais de cada país e, de certa forma, a subjetividade do termo no que diz respeito à delimitação do que seriam “boas” práticas, foram desenvolvidas, junto à expansão da literatura acerca do tema, várias visões da Governança Corporativa.

Saito e Silveira (2008) falam das duas grandes visões (teorias) antagônicas da governança corporativa como sendo a visão da maximização da riqueza dos acionistas como principal responsabilidade dos executivos e a visão de governança corporativa que tem por base o modelo de equilíbrio dos interesses *stakeholders*, no qual as decisões devem satisfazer, de forma equilibrada, os interesses dos atores da empresa. A visão moderna adiciona a este último modelo a ideia dos “acordos contratuais formais e informais” entre o *stakeholders*, que remete a visão a contratual da firma trazida por Mccraw (1990), e que, segundo Martins *et. al.* (2005), podem incluir as estruturas de pagamentos para credores, de incentivos para executivos e a organizacional para manter o balanço efetivo no poder de barganha junto aos funcionários da organização.

Outras duas visões distintas que podem ser citadas são a visão política e a visão neoclássica. A visão política tem os bancos como principais credores da empresa, e, por isto, parte do princípio de que os mesmos não deveriam capazes de afetar os resultados esperados pelos acionistas. A visão neoclássica pode ser esclarecida com base nas ideias de Modigliani e Miller (1958) que afirmam que o valor de mercado da empresa independe da sua estrutura de capital e da qualidade de suas decisões de investimento, visto que sua política de investimentos é conhecida pelo mercado e que não há uma estrutura ótima capital.

Além disto, a governança pode ser vista sob o aspecto da empresa, trazendo diversos benefícios, principalmente quando reduz os custos de agência e aumenta a possibilidade de captação de recursos, e sob o aspecto social, já que um melhor desenvolvimento do sistema financeiro e do mercado de capitais de um país pode gerar crescimento econômico (Carvalho, 2002). Gorga (2004) complementa a ideia apontando que o desenvolvimento do mercado de capitais depende das boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, e a adoção de um sistema eficaz aumenta a liquidez, o volume de negociação e a valorização das ações, resultando na redução da exposição das organizações a fatores macroeconômicos, o que também pode contribuir para o crescimento econômico.

Levando em conta a visão política e a visão baseada nos *stakeholders*, pode-se citar o conceito de Governança Corporativa trazido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), como sendo:

“...o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.”

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) afirma que a Governança Corporativa é:

“...o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.”

Sob o aspecto social, Ramos e Martinez (2006), citam que a Governança Corporativa pode interferir, trazendo melhorias para o país através da melhora da imagem institucional, do

aumento da liquidez e da valorização das ações, da diminuição do custo de capital. Além disto, as melhorias para o mercado de capitais estão ligadas a uma alternativa viável de capitalização, ao aumento de emissões e das aberturas de capital e a maior liquidez, e para os investidores os benefícios remetem à garantia dos direitos, maior precisão na precificação das ações, qualidade das informações e menores riscos.

Deste modo, a Governança Corporativa torna o mercado de capitais mais transparente, e, conseqüentemente mais seguro. Esta ideia é confirmada por Oliveira Neto, Medeiros e Queiroz (2012) que assinalaram que “quando um determinado país possui um modelo institucional fraco, como é o caso do Brasil, o arcabouço legal não garante plenamente que as promessas de melhores práticas serão efetivamente cumpridas” e desta forma, a governança surge como um mecanismo pelo qual o mercado pode adquirir legitimidade perante o investidor.

Neste sentido, em dezembro de 2000, a BM&F Bovespa criou os níveis diferenciados de governança corporativa como forma de incentivar as boas práticas de governança corporativa no mercado de capitais, funcionando de forma adicional à legislação brasileira.

Segundo a Bovespa, esses segmentos estão adequados aos diferentes perfis de empresas brasileiras e prezam por rígidas regras de governança corporativa que vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem.

Os níveis três níveis estão ordenados em grau crescente de atendimento a exigências, podendo-se resumi-los da seguinte forma: Nível 1, no qual exige-se basicamente transparência e dispersão do capital; Nível 2, onde exigem-se as mesmas práticas do Nível 1, DFs em IFRS e US GAAP, *tag along* 80% e Câmara de Arbitragem e o Novo Mercado, cuja adesão exige as práticas dos Níveis 1 e 2, somente ONs e *tag along* 100%, sendo este o nível mais exigente com relação a práticas de governança.

Deste modo, a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa foi fator de mudança para as empresas que aderiram de forma voluntária aos mesmos. Essa mudança não foi somente nas regras a serem seguidas, mas também nos benefícios alcançados, inclusive no período da crise do *subprime*, como mostram diversos estudos relacionados ao tema, mencionados a seguir.

O estudo de Monte, Rezende, Teixeira e Besarria (2010) buscaram evidências de que a crise financeira do *subprime* afetou, no período de janeiro de 2007 a dezembro de 2009, a volatilidade do retorno das ações na BM&F Bovespa de empresas com maior liquidez em diferentes níveis de governança corporativa e concluiu que as empresas com melhores práticas de governança corporativa tendem a diminuir a volatilidade seus retornos em períodos de crise quando comparadas a empresas do nível tradicional e Nível 1.

Matucheski, Clemente e Sandrini (2009) investigaram se a governança corporativa poderia reduzir a volatilidade das ações em períodos de elevado grau de incerteza e encontraram indícios de que a adesão aos níveis de governança corporativa constituiu fator de redução de risco durante a crise financeira de 2008.

Silva, Nardi e Pimenta Júnior (2012) encontraram evidências de que a migração para os níveis diferenciados é percebida e valorizada pelo mercado, sendo refletida no preço das ações. Contudo, com relação às empresas que aderiram ao Nível 1 de governança corporativa, Aguiar, Corrar e Batistella (2004), não encontraram mudanças significativas na quantidade

médias das ações, no volume médio e na valorização no preço médio das ações. Rogers, Securato e Ribeiro (2008) investigaram se em empresas não financeiras incluídas nos níveis diferenciados de governanças, financiadores estariam menos expostos a expropriação de seu capital, facilitando a comercialização de suas ações e o acesso ao mercado de capitais, porém não encontrou impacto significativo no custo de capital próprio de forma que a adoção de práticas de governança não refletiu-se em benefícios com relação ao custo de capital próprio.

2.2. Endividamento

Pode-se dizer que a dívida está intimamente relacionada com a estrutura de capital de uma empresa, que é o resultado da forma como esta financia suas atividades. Para captação desses recursos necessários para o financiamento de suas atividades, a empresa pode recorrer a fontes internas (recursos próprios) e/ou a fontes externas (recursos de terceiros). O capital próprio pode ser retratado pelo Patrimônio Líquido da empresa, fundos a longo prazo fornecidos pelos proprietários da empresa e composto por: ação ordinária, ação preferencial e os lucros retidos. Os recursos de terceiros podem ser considerados empréstimos bancários, financiamentos, negociações com fornecedores, entre outros.

Stiglitz (1990) aponta que a transferência de recursos para as empresas pode ser feita por meio de ações, empréstimos de curto prazo e empréstimos de longo prazo. Todavia, o autor afirma que as ações possuem a vantagem de disseminar o risco de investimento e não gerar obrigações permanentes, permitindo que as empresas façam uso de estratégias de longo prazo, porém podem, também, potencializar os conflitos de agência e emitir um sinal negativo para o mercado, o que reduzirá o valor da empresa. Desta forma, na visão de Stiglitz (1990), as desvantagens superam as vantagens, de modo que a busca pelo mercado acionário seja reduzida. Entretanto, deve-se perceber que a visão do autor remete à década de 90, na qual o mercado de capitais estava em um cenário contrastante com o atual, ainda assim, pode-se concluir através de suas ideias que mesmo nas empresas de capital aberto, há, possivelmente, a necessidade de busca por financiamentos de curto e/ou longo prazo.

A explicação trazida por Black (2000) é que em mercados com baixa proteção dos investidores minoritários e pouca transparência, havendo assimetria de informação, as ações ofertadas pelas empresas poderiam ser desvalorizadas de forma generalizada, conforme as ideias trazidas por Akerlof (1970), fato chamado por muitos autores de seleção adversa. Duas interpretações podem ser tiradas a partir disto, a primeira é que, no caso das empresas com boas práticas de Governança Corporativa, situação na qual acredita-se que haja uma menor assimetria de informação, as empresas poderiam reduzir a busca por recursos externos, por reduzir a possibilidade de seleção adversa, havendo uma relação negativa entre a boa governança e o endividamento. Contudo, as empresas com Governança Corporativa, porém com poucas práticas da mesma, seriam direcionadas a busca por outras fontes de financiamento, como forma de desvio da possível desvalorização dos seus papéis, gerando uma relação positiva entre a Governança e o grau de endividamento.

Uma explicação reduzida, trazida por Silveira, Perobelli e Barros (2008), é que a qualidade da Governança Corporativa pode influenciar as decisões de financiamento visto que as empresas com melhor governança possuem condições mais vantajosas para captar recursos externos. Assim, com a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, espera-se que a empresa obtenha diversos benefícios, inclusive aos associados à possibilidade de formação de reputação. Esses benefícios poderiam interferir até mesmo na estrutura de capital

das empresas de diversas formas, como aumentando a possibilidade de captação de capital de terceiros (Silveira, Perobelli e Barros, 2008).

Procianoy e Schnorrenberger (2004) afirmam que as empresas que apresentam maior concentração de propriedade tendem a apresentar aversão ao endividamento e risco financeiro. No caso das empresas que adotam práticas de Governança Corporativa, essa concentração tende a ser menor (sobretudo para as empresas listadas no Novo Mercado, no caso do Brasil).

Jensen (1986) aponta que maiores níveis de alavancagem financeira podem servir como um mecanismo de controle interno, podendo reduzir os conflitos de agência ao fazer com que os executivos tornem-se mais criteriosos com relação a novos investimentos quando buscam capital no mercado. Neste mesmo sentido, Kumar (2013) aponta que a própria estrutura de capital escolhida pela empresa funciona como mecanismo complementar de Governança Corporativa, sendo um mecanismo de controle, na medida em que o endividamento atua como força disciplinadora, limitando a discricionariedade dos gestores. Sharpe e Treynor (1977) dizem que as dívidas serviriam como forma de disciplinar os gestores que ficam tentados a investir em excesso e, como consequência, utilizar recursos de terceiros como resposta aos custos de agência associados à manutenção da folga financeira necessária para que a empresa se mantenha no topo da *pecking order*. Desta mesma forma, há uma intervenção da Governança Corporativa, através de suas diretrizes e práticas, nos níveis de endividamento, estabelecendo-se limites caso a empresa apresente problemas para honrar seus compromissos financeiros.

Uma visão complementar diz que a relação de agência, com a separação entre controle e propriedade, pode inibir a busca por financiamento externo, pois a geração própria de caixa torna-se menos arriscada e onerosa. De acordo com Carvalho da Silva (2004) a concentração do controle tende a diminuir o valor da empresa em virtude da possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários, de forma que estes exigiram altos retornos o que fará com que empresas com grande concentração de controle tenham alto nível de endividamento, como melhor alternativa ao alto custo de capital próprio. Isto pode ser uma indicação de que as empresas listadas no Mercado Tradicional, provavelmente com maior concentração de controle por emitirem, em maior parte, ações preferenciais, tendam a ter maior endividamento.

Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007) assinalam que o mercado brasileiro é caracterizado pelo financiamento de curto prazo, sendo deficiente na habilidade de captar recursos de longo prazo. Os autores afirmam que “no início da década de 70 o governo incentivou o desenvolvimento do mercado de capitais nacional através de incentivos fiscais tanto para as empresas que ofertassem ações quanto para os investidores que privilegiassem o longo prazo”, todavia, o ‘choque do petróleo’ e a alta comercialização de ações preferenciais que facilita a concentração de propriedade e eleva o custo de captação de recursos devido ao risco sofrido pelos acionistas minoritários, inibiram este incentivo.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) investigaram empiricamente a influência das práticas de Governança Corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital e encontraram significativa influência, com sentido positivo, das práticas de governança sobre a alavancagem financeira, em particular daquelas relacionadas com a dimensão estrutura de propriedade e conselho de administração, sugerindo que a GC pode ser determinante relevante da estrutura de capital.

Silva, Santos e Almeida (2011), em um estudo com 129 empresas encontraram indícios de que empresas com melhores práticas de governança possuem aversão ao endividamento por parte dos controladores. Outra interpretação seria que a dívida, em particular a dívida de curto prazo, apresenta um potencial para disciplinar os gestores.

Já o estudo de Vieira, Velasquez, Losekann e Ceretta (2011) não encontraram indícios de que as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas que ingressaram no N1, N2 e NM tenham contribuído expressivamente para as variações no desempenho e na estrutura de capital das empresas. Carnauba, Santos e Tumelero (2010) encontraram evidências de que o nível de governança no segmento Novo Mercado está associado a um baixo nível de endividamento.

Um estudo feito por Proença *et al.* (2009) em 42 empresas com o objetivo de identificar a relação entre os níveis de Governança com o financiamento empresarial e o impacto que a adoção de padrões mais elevados tem sobre o desempenho financeiro, mostrou que a adoção de padrões mais elevados de Governança contribui para condições mais favoráveis para aquisição de crédito junto a terceiros, mas que isto envolve boas práticas de relacionamento entre acionistas, conselho administrativo e empresa.

3. METODOLOGIA

3.1. Caracterização da Pesquisa

Quanto à caracterização da pesquisa, trata-se de um estudo empírico-analítico. Segundo Martins (2002) os estudos empírico-analítico são estudos práticos de caráter técnico, restaurador e incrementalista, que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas, e têm uma forte preocupação com a relação causal entre variáveis, além de buscar validação da prova científica através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

3.2. Amostra e Tratamento dos Dados

Neste estudo, analisou-se os dados obtidos a partir do banco de dados da Economatica® e informações disponibilizadas no site da BM&FBOVESPA através da utilização de softwares estatísticos. A amostra consistiu de todas as empresas não financeiras, com ações listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo – BM&FBOVESPA, abrangendo os anos de 2008 a 2012. O período inicial escolhido foi o ano de 2008 por se tratar de um período pós-crise, enquanto o ano limite foi escolhido pelo reduzido número de empresas com todas as informações constantes para o ano de 2013.

Adicionalmente, para realizar a seleção das ações, foram excluídas as empresas que não apresentaram todos os dados necessários para a pesquisa, bem como foram selecionadas apenas as ações pertencentes aos níveis de governança definidos como Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, e às pertencentes ao mercado Tradicional. Após a seleção dos referidos dados, a amostra final ficou constituída por 258 observações por ano distribuídas conforme Tabela 1.

Tabela 1: Distribuição dos dados em cada Segmento

Segmento	Quantidade				
	2008	2009	2010	2011	2012
Tradicional	153	154	154	152	153
Nível 1	23	23	23	23	22

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Nível 2	10	9	9	10	11
Novo Mercado	72	72	72	73	72
Total	258	258	258	258	258

Fonte: Dados da pesquisa

Inicialmente, foi realizada uma análise entre quatro segmentos da BM&F Bovespa (Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e, em seguida, foram analisados apenas o Mercado Tradicional e o Novo Mercado.

De acordo com Assaf Neto (2003) os indicadores de endividamento e estrutura são utilizados para aferir a composição das fontes passivas de recursos de uma empresa, mostrando a forma pela qual os recursos de terceiros são usados pela empresa e sua participação relativa em relação ao capital próprio. Assim, para a obtenção dos dados das variáveis a serem comparadas utilizou-se três medidas de endividamento. A descrição das variáveis é apresentada no Tabela 2.

Tabela 2: Medidas de Endividamento

Variável	Descrição
Endividamento Total (ET)	Passivo circulante + Passivo não circulante / Ativo total
Endividamento à Longo Prazo (ELP)	Passivo não circulante / Ativo total
Endividamento à Curto Prazo (ECP)	Passivo circulante / Ativo total

Fonte: Dados da pesquisa

3.3. Modelo Analítico

Para que se pudesse analisar a diferença entre as médias de endividamento dos grupos (quatro níveis de governança corporativa), pretendeu-se utilizar a análise de variância (ANOVA), que, de acordo com Bakke, Leite e Silva (2008), é o tipo mais comum de procedimento univariado para comparação de três ou mais populações.

Entretanto, o método da ANOVA pressupõe normalidade e homogeneidade dos resíduos da amostra. Neste sentido, para verificação do pressuposto da homogeneidade foi realizado o teste de Levene com os dados separados por ano, que rejeitou esse pressuposto na variância dos grupos em todos os anos.

O pressuposto da normalidade foi testado através do teste de Shapiro-Wilk, e também foi quebrado para todos os anos, para todos os tipos de endividamento ($p\text{-value} < 2.2e-16$). Desta forma, para análise das diferenças de endividamento entre os segmentos da BM&F Bovespa citados nesta pesquisa, foi utilizado o teste de análise de variância proposto por Kruskal e Wallis (1952), o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis com comparações múltiplas (K-W), que se trata de um dos testes não paramétricos mais utilizados quando estão em comparação três ou mais grupos independentes e cuja variável deve ser de mensuração ordinal (Siegel e Castellan, 2006).

Para a segunda análise (comparação entre o Mercado Tradicional e o Novo Mercado), foi utilizado um teste não-paramétrico de amostras independentes, visto que os grupos

passaram por pequenas variações entre os anos (mudanças de níveis por parte das empresas), que foi o teste U de Mann-Whitney.

4. RESULTADOS OBTIDOS

As estatísticas descritivas, apresentadas na Tabela 3, fornecem a média e o desvio padrão das variáveis de endividamento para cada ano e para os diferentes segmentos a serem comparados nesta pesquisa.

Tabela 3: Medidas Descritivas

		Média				Desvio Padrão			
		MT	N1	N2	NM	MT	N1	N2	NM
ET	2008	4,36856	5,7935	4,953	5,3633	2,946689	1,60041	2,20755	1,9728
	2009	5,28921	5,513	5,4678	5,3746	4,051057	1,49523	1,60207	1,88527
	2010	2,15314	5,4917	4,8578	5,4556	1,076999	1,29671	1,79543	1,70542
	2011	2,41174	5,393	5,503	5,7693	1,271446	1,52048	1,19957	1,76097
	2012	2,60622	5,6732	5,3191	5,905	1,2260	1,77879	1,34345	1,8694
ELP	2008	3,40023	3,6717	2,56	2,7418	2,805455	1,3514	1,83156	1,71826
	2009	4,32568	3,3926	3,1267	2,6575	3,937358	1,3205	1,46847	1,58928
	2010	1,15843	3,4478	3,0111	3,0553	4,532937	1,04757	1,5191	1,48476
	2011	1,25303	3,1122	3,217	3,2334	5,045455	1,05123	1,00738	1,47173
	2012	1,49637	3,255	3,0436	3,2546	6,497179	1,12791	1,38015	1,66641
ECP	2008	9,683	2,1213	2,392	2,6214	5,56617	1,05641	1,20511	1,4522
	2009	9,6352	2,1217	2,34	2,7172	5,997107	1,18015	1,0743	1,40519
	2010	9,9475	2,043	1,8478	2,4008	7,15405	1,10064	1,03195	1,21682
	2011	1,15868	2,2822	2,286	2,5363	8,675804	1,21083	1,02646	1,36469
	2012	1,10992	2,4164	2,2755	2,65	7,747672	1,36491	1,15184	1,51889

Onde, ELP = Endividamento Total; ELP = Endividamento à Longo Prazo; ECP = Endividamento a Curto Prazo; MT = Mercado Tradicional; N1 = Nível 1; N2= Nível 2 e NM = Novo Mercado.

Fonte: Dados da pesquisa

Com base na Tabela 3, pode-se observar que o segmento que apresentou maior dispersão em todos os anos foi o Tradicional, onde o desvio padrão apresentou valores elevados para os três tipos de endividamento, indicando que os níveis de endividamento variaram mais nesse segmento. Ademais, verificou-se que o segmento Tradicional também foi o que apresentou as maiores médias de endividamento, o que corrobora com os estudos de Silva, Santos e Almeida (2011), Vieira, Velasquez, Losekann e Ceretta (2011) e Carnauba, Santos e Tumelero (2010), e com as ideias de Carvalho da Silva (2004). Isto também corrobora com a ideia da dívida como forma de controle, na relação de agência, e com a ideia de que uma menor assimetria de informação reduziria a seleção adversa nas empresas com boa governança e faria com que as mesmas acionassem dívidas em menor quantidade.

Observa-se ainda que o endividamento médio dos três níveis de governança (nível 1, nível 2 e novo mercado) apresenta valores relativamente aproximados em todos os anos, no entanto, para verificação da igualdade (ou não) dos valores médios se faz necessário a aplicação de um teste mais robusto, como a se verificar se as variâncias dentro dos grupos são homogêneas para todos os anos. Os testes foram realizados para cada tipo de endividamento e não indicou, de modo geral, a rejeição da hipótese de igualdade das variâncias dos grupos ao nível de significância de 5%. Mesmo assim, a ANOVA perde a sua aplicabilidade dando lugar ao teste não paramétrico de Kruskal-Wallis, mostrado na Tabela 4, abaixo.

Tabela 4: Teste de Kruskal-Wallis

Tipo de Endividamento	2008		2009		2010		2011		2012	
	K-W	P-valor	K-W	P-valor	K-W	P-valor	K-W	P-valor	K-W	P-valor
ET	23,658	<0,001	11,640	0,009	7,250	0,064	8,019	0,046	7,451	0,059
ELP	9,948	0,019	6,190	0,103	2,232	0,526	1,694	0,638	2,643	0,450
ECP	21,446	<0,001	10,464	0,015	10,882	0,012	6,486	0,090	3,991	0,262

Fonte: Dados da pesquisa

Com a realização do teste de Kruskal-Wallis para o ano de 2008, observou-se que ao nível de significância de 5% rejeitou-se a hipótese de igualdade dos níveis de endividamento para todos os três tipos de endividamento, onde, observando-se de forma complementar a análise descritiva, o mercado tradicional apresentou endividamento médio com valores bastante superiores aos encontrados para os outros segmentos. No ano de 2009, a hipótese de igualdade entre os grupos foi rejeitada para o endividamento a curto prazo e para o endividamento total, porém não houve rejeição para o endividamento de longo prazo. Considerando-se um nível de significância de 10%, pode-se afirmar que para o ano de 2010 houve diferença significativa entre os grupos, mais uma vez no que se refere ao endividamento total e ao endividamento a curto prazo e no ano de 2011 foi encontrada diferença significativa entre nos grupos com relação às mesmas variáveis. Por fim, para 2012, encontrou-se diferença significativa ao nível de 10% para o endividamento total.

O ano de 2008 apresentou resultados relativamente diferentes dos demais anos, o que pode ter sido causa de uma reação à crise do *subprime* neste ano. O que acontece é que a grande diferença entre o endividamento dos grupos pode está de acordo com estudos que indicam que as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, sobretudo o Novo Mercado, sofreram menos os impactos da crise.

Nos anos de 2010 e 2011, destaca-se a diferença encontrada com relação ao endividamento de curto prazo que pode ser explicada com base nas ideias de Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007), das quais infere-se que as empresas do Mercado Tradicional possuem dificuldades em captar crédito de longo prazo, de forma que é característica dessas empresas, no Brasil, a busca pelo crédito de curto prazo, que realmente se mostrou maior na análise descritiva.

A não rejeição da hipótese de igualdade entre os grupos para o endividamento a longo prazo, nos anos de 2009 a 2012, e para o endividamento de curto prazo no ano de 2012, pode significar que as empresas não aumentam seus níveis de endividamento ao entrar em níveis diferenciados de Governança Corporativa, mantendo a dívida como forma de disciplinar os gestores, conforme o colocado por Silva, Santos e Almeida (2011). Estes resultados estão em conformidade com o encontrado por Vieira, Velasquez, Losekann e Ceretta (2011) e Carnauba, Santos e Tumelero (2010).

Para a comparação entre as médias de endividamento entre o Mercado Tradicional e o Novo Mercado, foi utilizado o teste não paramétrico para amostras independentes U de Mann-Whitney, mostrado na Tabela 5, abaixo.

Tabela 5: Teste de Mann-Whitney (M-W)

Tipo de Endividamento	2008		2009		2010		2011		2012	
	M-W ¹	P-valor	M-W ¹	P-valor	M-W ¹	P-valor	M-W ¹	P-valor	M-W ¹	P-valor
ET	3562	<0,001	4186,5	0,002	4639	0,041	4719,5	0,060	4750	0,083

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

ELP	4345	0,009	4590,5	0,032	5062	0,261	5187,5	0,388	4957	0,200
ECP	4071	0,001	4818,5	0,098	4769	0,078	4767,5	0,075	4997	0,232

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados apresentados na Tabela 5 indicam a rejeição da hipótese de igualdade das médias para o ET em todos os anos (a um nível de 1% nos anos de 2008 e 2009, 5% para o ano de 2010 e 10% para 2011 e 2012). Para o ELP, não rejeitou-se a hipótese de igualdade nos anos de 2010, 2011 e 2012, indicando que não houve diferença entre os níveis de endividamento a longo prazo entre os segmentos analisados, ou seja, o nível de endividamento não foi influenciado pela adoção das práticas de governança corporativa nesses anos. Já para o ECP, a hipótese de igualdade das médias foi rejeitada para todos os anos, ou seja, em todos os anos analisados, os níveis de endividamento a curto prazo foram diferentes entre o Novo Mercado e o Mercado Tradicional, tendo, este último, os níveis de dívidas de curto prazo mais elevados. Este resultado segue a explicação anterior, em conformidade com as características descritas por Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007) e Carvalhal da Silva (2004).

A diferença entre as médias, encontrada, sobretudo para o ET e para boa parte do ECP, pode ser mais evidente quando comparados apenas o Mercado Tradicional e o Novo Mercado, pela maior diferença entre os dois níveis, sendo o Novo Mercado o mais alto nível de governança corporativa encontrado no país. Os resultados encontrados corroboram com a ideia de que a adesão a níveis diferenciados de Governança Corporativa muda a estrutura de capital das empresas. Juntamente com a análise descritiva, os resultados indicam que essa adesão reduz o endividamento das empresas, pois a relação de agência torna a captação de recursos internos menos arriscada e onerosa (Carvalhal da Silva, 2004). Estes resultados também estão de acordo com os pressupostos descritos por Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007) e com os resultados encontrados por Vieira, Velasquez, Losekann e Ceretta (2011), Carnauba, Santos e Tumelero (2010) e Silva, Santos e Almeida (2011).

5. CONCLUSÕES

O objetivo geral deste artigo foi verificar a possível diferença no nível de endividamento entre as empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e as listadas no Mercado Tradicional da BM&F Bovespa.

Neste sentido, para o alcance do objetivo, utilizou-se o teste não-paramétrico de Kruskal-Wallis, quando comparados os quatro níveis estudados, e o teste de Mann-Whitney para a segunda análise (comparação entre o Mercado Tradicional e o Novo Mercado).

O fato de que os resultados tenham sido mais expressivos e homogêneos para o ano de 2008 pode estar em acordo com as evidências de Silva (2010), Matucheski, Clemente e Sandrini (2009) e Carvalho (2003) de que as empresas que aderem a práticas diferenciadas de governança corporativa sofreram menos o impacto da crise do *subprime*.

As diferenças encontradas para o endividamento a curto prazo podem ter base nas explicações de Sirqueira, Kalatzis e Toledo (2007), mostrando que as empresas do Mercado Tradicional possuem dificuldades em captar crédito de longo prazo, recorrendo em abundância a recursos de curto prazo, o que pode ter favorecido o maior endividamento deste nível em todos os anos estudados.

A não rejeição da hipótese de igualdade entre os grupos para alguns anos vai de encontro ao exposto por Silveira, Perobelli e Barros (2008), que encontraram que a adesão a práticas de governança corporativa provoca aumento no endividamento das empresas devido a alavancagem.

Contudo, as médias de endividamento indicam que o nível que mais recorre a dívidas é o Mercado Tradicional, sendo que quando comparados apenas este segmento com o Novo Mercado esta diferença fica ainda mais evidente.

Os resultados encontrados indicam que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa provoca mudanças nos níveis de endividamento das empresas em relação às empresas listadas no mercado tradicional, de forma que não rejeita-se a possibilidade de que haja diferença entre o nível de endividamento das empresas listadas no mercado tradicional e o das listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa. Vale salientar que os resultados encontrados são válidos para o período e a amostra analisada.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B. de.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de Práticas de Governança Corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: Evidências Empíricas. **Revista Adm.** São Paulo. vol. 39, n. 4. p. 338-347, out./nov./dez. 2004.

AKERLOF, G. A. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, vol. 84(3), p. 488-500, 1970.

BAKKE, H. A.; LEITE, A. S. de M.; SILVA, L. B. da. Estatística multivariada: aplicação da análise fatorial na engenharia de produção. **Revista Gestão Industrial**, vol. 4, p. 1-14, 2008.

BLACK, B. S. Strengthening Brazil's Securities Markets. **Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro**, out. 2000.

CARNAUBA, A. A. C.; SANTOS, Sílvio Aparecido dos; TUMELERO, Cleonir. **Um passo adiante no uso do débito como meio de fortalecimento da Governança Corporativa. Participação acionária dos Bancos, BNDES e Fundos de Pensão como fator de estímulo à adoção de níveis diferenciados de governança.** XIII SEMEAD – Seminário de administração, 2010.

CARVALHAL DA SILVA, A. L. **Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras – RAUSP.** Revista de Administração, vol. 39, n.4, p. 348-361, 2004.

CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, vol. 37, n.3, p. 19-32, 2002.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: junho de 2013.

GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração da USP (RAUSP)**, São Paulo, vol. 39, n. 4, p. 309-326, out/nov/dez. 2004.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Governança corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: junho de 2013.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover. **American Economic Review**, vol. 76(2), p. 323-339, 1986.

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

KUMAR, M. V. S.; Production knowledge and its impacto on the mechanisms of governance. **Journal of Management and Governance**, vol. 17(2), p. 261-281, 2013.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, S. M.; SILVA, T. R.; BARROS, A. S. de; TINOCO, J. E. P. Governança Corporativa: Teoria e Prática. Universidade Católica de Santos. **Revista Eletrônica de Gestão de Negócios** vol. 1, n. 3, p. 76-90, out.-dez./2005.

MATUCHESKI, S.; CLEMENTE, A.; SANDRINI, J. C. Governança corporativa e volatilidade das ações negociadas na Bovespa na crise financeira de 2008. **REBRAE – Revista Brasileira de Estratégia**, Curitiba, vol. 2, n. 2, p. 171-183, maio/ago. 2009.

MCCRAW, T. K. The Modern Corporation and Private Property. **Reviews in American History**, vol. 18(4), p. 578(19), dec. 1990.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, jun. 1958.

MONTE, P. A. do; REZENDE, I. C. C.; TEIXEIRA, G. da S.; BESARRIA, C. da N. Existe relação entre governança corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. **Contabilidade Vista & Revista**, vol. 21(2), p. 15, 2010.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, vol. 13(2), p. 187-221, 1984.

MYERS, S. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, vol. 39(3), p. 575-592, 1984.

OLIVEIRA NETO, J. C. da C.; MEDEIROS, O. R. de; QUEIROZ, T. B. de. Governança corporativa e velocidade de incorporação de informações: Lead-Lag entre o IGC e o IBRX. **Revista Brasileira de Finanças**, vol. 10(1), p. 149(24), 2012.

PROCIANOY, J.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, vol. 58(1), p. 122-146, 2004.

PROENÇA, E. P.; RODRIGUES, K. de C.; CINDIO, L. M. M.; SILVA, P. C. B. da; CUNHA, V. B. da; WAKAMATSU, A. Impacto da governança corporativa sobre o Financiamento empresarial: uma aplicação do método de Dados em painel. **Revista Jovens Pesquisadores**, n. 10, jan./jun. 2009.

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança Corporativa. **Revista Contemporânea em Contabilidade**, p. 143, 2006.

ROGERS, P.; SECURATO, J. R.; RIBEIRO, K. C. de S. Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. **Revista de Gestão USP**, vol. 15(1), p. 61(17), jan./mar. 2008.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE Revista de Administração de Empresas**, vol. 48(2), p. 79-86, abr. 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, vol. 52(2), p. 737-783, 1997.

SIEGEL, S., CASTELLAN, Jr., N. J. 2006. **Estatística Não Paramétrica**. 2ª edição, Editora Artmed, Porto Alegre.

SILVA, E. dos S.; SANTOS, J. F. dos; ALMEIDA, M. A. Conselho de Administração: uma análise da influência nos níveis de endividamento. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, vol.13, n. 41, p. 440-453, out/dez 2011.

SILVA, R. L. M. da; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JÚNIOR, T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. **Revista de Administração da UFSM**, vol. 5(2), p. 222, 2012.

SILVEIRA, A. D. M. da; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. de C.. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, vol. 12, núm. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

SIRQUEIRA, A. B. de; KALATZIS, A. E. G.; TOLEDO, F. M. B. de. Boas Práticas de Governança Corporativa e Otimização de Portfólio: Uma Análise Comparativa. **Revista Economia**, vol. 7, n. 3, p. 521–544, set/dez 2007.

STIGLITZ, J. E. Governo, Mercado Financeiro e Desenvolvimento Econômico. **Revista Brasileira de Economia**, São Paulo, vol. 44, n. 3, 1990.

VIEIRA, K. M.; VELASKEZ, M. D. P.; LOSEKAN, V. L.; CERETTA, P. S. A Influência da Governança Corporativa no Desempenho e na Estrutura de Capital das Empresas Listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, vol. 7, p. 49-67, 2011.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Organizações em Contexto**, vol. 2(3), p. 48-67, 2006.