

**RELAÇÃO ENTRE NÍVEIS DE GOVERNANÇA, POLÍTICA DE DIVIDENDOS,
ENDIVIDAMENTO E VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS ¹**

*RELATIONSHIP BETWEEN LEVELS OF GOVERNANCE, DIVIDEND POLICY,
DEBT AND VALUE OF BRAZILIAN COMPANIES*

Vagner Antônio Marques

Doutorando em Administração pela UFMG

Professor Assistente da PUC Minas

vmarques@pucminas.br

Rosilaine Francisca Campos Alves

Bacharela em Ciências Contábeis

Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC Minas)

rosilainecampos@yahoo.com.br

Hudson Fernandes Amaral

Doutor em *Sciences de Gestion* pela *Université Pierre Mendés France*

Professor do Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da UFMG

hfamara@face.ufmg.br

Antônio Artur de Souza ²

Ph.D. em *Management Science* pela *Lancaster University*

Professor do Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da UFMG

artur@face.ufmg.br

RESUMO

O objetivo do presente estudo foi analisar a relação entre os níveis de governança e a política de dividendos, nível de endividamento e valor de mercado de uma amostra de 39 empresas participantes dos níveis 1, 2 e Novo Mercado. O estudo, de natureza descritiva, documental e com abordagem quantitativa, analisou dados trimestrais do período de 2008 a 2013, que foram coletados no sítio da BM&FBOVESPA. Os resultados evidenciam existir diferenças estatisticamente significativas entre os grupos nas comparações entre os mesmos para o nível de endividamento, Q de Tobin e índice *payout* coerentemente com as teorias vigentes (Agência, Política de Dividendos e Estrutura de Capital). O estudo contribui apresentando evidências de que outros fatores, além da estrutura de Governança Corporativa, afetam de forma mais significativa os resultados. Pois o Nível 2 de governança (nível este intermediário de Governança Corporativa) apresentou resultados superiores ao Novo Mercado, o que diverge de resultados de alguns estudos anteriores, mas reforça a importância de características específicas da empresa na determinação do desempenho.

Palavras-Chaves: Governança Corporativa. Q de Tobin. Índice *Payout*. Estrutura de Capital

¹ Recebido em 13/06/2015. Revisado por pares em 10/08/2015. 2ª versão recebida em 17/08/2015. Recomendado a publicação em 24/08/2015 por Orleans Silva Martins (Editor Geral). Publicado em 29/08/2015. Organização responsável: UFPB.

² Endereço: Av. Antônio Carlos, 6627, Sala 4012, Pampulha, CEP 31270-901, Belo Horizonte - MG.

DOI: <http://dx.doi.org/10.18405/recfin20150201>

ABSTRACT

The aim of this study was to analyze the relationship between governance levels and the dividend policy, debt levels and market value of a sample of 39 companies participating in the levels 1, 2 and Novo Mercado. The study descriptive, documentary and quantitative approach analyzed quarterly data from the period 2008-2013 and were collected at the site of BM&FBOVESPA. The results showed a statistically significant difference between groups in the comparisons between them for Debt Level, Tobin's Q and index *Payout* consistently with current theories (Agency Dividend Policy and Capital Structure). The study contributes presenting evidence that factors other than corporate governance structure affect more significantly the results. Therefore, it was observed that the Level 2 of Governance (this intermediate level of corporate governance), showed better results than the Novo Mercado which differs from results of some previous studies, but stresses the importance of specific features of the company in determining the performance.

Keywords: Corporate Governance. Tobin's Q. *Payout* ratio. Capital Structure

1. INTRODUÇÃO

O número de empresas que negociam ações no mercado de capitais brasileiro cresceu em torno de 104% no período de 2002 a 2012, o que evidencia um aumento de investimentos em títulos patrimoniais e/ou de dívidas (debêntures) no período citado (MARQUES *et al.*, 2014). Esse aumento decorre em grande medida das mudanças institucionais e regulatórias ocorridas, tais como: (i) fortalecimento dos controles internos com a Sarbanes- Oxley após o emblemático caso Enron; (ii) maior estímulo à uma estrutura de Governança Corporativa mais robusta com o surgimento dos níveis de governança da BM&FBOVESPA; (iii) crescimento econômico das últimas décadas; (iv) maior proteção aos minoritários com a promulgação da Lei Nº 10.303/2003; (v) melhoria das normas de contabilidade com a adoção das IFRS após 2008; e (vi) uma política pública de estímulo interno e externo ao investimento no mercado de capitais brasileiro (IUDÍCIBUS; LOPES, 2004; WEFFORT, 2005; YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

Nesse contexto, o debate sobre a Governança Corporativa ganhou relevância e assume papel de destaque nas pesquisas que relacionam contabilidade e mercado de capitais. Segundo Clarke e Dean (2014), a ocorrência de casos de fraudes contábeis como os da Enron, Wordcom entre outros, evidenciou as fragilidades do ambiente regulatório quanto à mitigação dos chamados problemas de agência decorrentes principalmente: (i) de mudanças não significativas no sistema de controles internos; (ii) limitações da auditoria em detectar falhas (e/ou fraudes); (iii) vieses das informações contábeis; e (iv) evidenciação falha, entre outras questões.

Isso implica que analisar o efeito da adoção de práticas de Governança Corporativa possibilita identificar os incentivos esperados pelos agentes econômicos que os estimulem a adotar tais práticas (TURLEY; ZAMAN, 2014). Jensen e Meckling (1976), clássico sobre o tema, buscaram analisar os efeitos marginais da adoção de práticas de governança sobre o valor de mercado das empresas. Observaram que a adoção de mecanismos de governança potencializa a maximização do valor da firma. A explicação decorre do alinhamento dos interesses dos gestores (agentes) e principais (acionistas). Companhias que possuem uma melhor estrutura de governança, apesar de incorrerem em maiores custos de agência (instrumentos de mitigação do conflito) apresentaram maiores valores de mercado.

Esse efeito positivo sobre o valor da firma é esperado em outros indicadores de desempenho da firma (BROWN; CAYLOR, 2009). Em uma companhia com uma melhor estrutura de governança, as políticas institucionais buscam alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas. Nesse sentido, os controles internos e o sistema de compensação utilizados buscarão estimular o maior controle dos ativos e a obtenção dos resultados operacionais considerando os objetivos definidos.

No contexto brasileiro, o estímulo para melhores práticas de governança cresceu em 2001 com a criação dos Níveis de Governança pela BM&FBOVESPA, mas a temática ganhou maior atenção a partir da década de 1990 quando o volume de investimentos iniciou sua ascensão culminando nos níveis observados a posteriori (CVM, 2014). Em essência, as melhores práticas geram um efeito positivo no desempenho das firmas (CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013), mas não necessariamente, as empresas com maiores níveis terão os melhores desempenhos (FERREIRA *et al.*, 2013). Isso implica que o aprofundamento dos estudos sobre os efeitos da estrutura de governança no desempenho suscita maiores esclarecimentos. Com esse objetivo, o presente estudo analisou a relação entre os níveis de governança e os indicadores de desempenho da companhia, buscando responder a seguinte pergunta: qual é a relação entre os níveis de governança e os indicadores de desempenho das empresas brasileiras no período de 2008 a 2013?

Os efeitos da estrutura de governança sobre o desempenho têm sido estudados sistematicamente (YOO; JUNG, 2015; DRAGO *et al.*, 2015), entretanto os resultados ainda apresentam divergências. Diante disso, o presente trabalho contribuirá para trazer maior clareza quanto ao efeito da estrutura de governança sobre os indicadores de desempenho de empresas participantes dos níveis de governança da BM&FBOVESPA. Para tanto, utilizou-se dados trimestrais do período de 2008 a 2013, de 39 empresas (13 de cada nível de governança), que integram a carteira teórica do Ibovespa. O estudo de natureza descritiva, documental e com abordagem quantitativa observou que existem diferenças estatisticamente significativas nas comparações entre os três níveis, exceto no caso do Índice *Payout* quando comparado o Nível 2 de governança e Novo Mercado.

O trabalho é composto por outras 4 seções, além dessa introdução, a saber: (2) Referencial Teórico, onde se apresenta a Teoria da Agência e sua relação com o valor da firma e o desempenho, além da síntese de pesquisas anteriores; (3) Procedimentos Metodológicos, em que se classifica a pesquisa, apresenta-se a amostra e discorre-se sobre os testes e hipóteses analisadas no estudo; (4) Análise de Dados e Resultados, em que se apresentou os achados da pesquisa realizada; e por fim, (5) as Considerações Finais, em que se apresenta um síntese geral do estudo, bem como as limitações do estudo e sugestões para estudos futuros.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Governança Corporativa e Avaliação de Desempenho da Firma

Com a separação entre a propriedade e o controle, as corporações demandaram por desenvolver uma estrutura em que as ações dos gestores (agentes) fossem monitoradas com vistas a se atingir os objetivos dos proprietários (BERLE; MEANS, 1984). Isso porque os principais (proprietários) reduziram o controle dos recursos nos quais investiram na medida em que o delegou aos agentes. Na perspectiva da teoria dos contratos, a firma se constitui de umnexo de contratos em que as diversas partes relacionadas interagem e assumem papéis distintos, sempre com o objetivo implícito de maximizar, os respectivos bem-estares (COASE, 1937; JENSEN; MECKLING, 1994). Sunder (2014) argumenta que é difícil mensurar a real contribuição dos gestores ao desempenho, além disso, a possibilidade de ocorrência do conflito de agência potencializa eventos como o gerenciamento de resultados, o que demanda uma estrutura de controle que estimule a busca de uma real eficácia nos resultados.

Nesse sentido, o gerenciamento de resultados (*earnings management*) consiste na manipulação intencional com vistas a atender um objetivo específico do agente econômico afetando nos indicadores de desempenho das empresas e prejudicando a qualidade dos números contábeis (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; DECHOW; SCHRAND, 2004). Sobre esse aspecto, Lopes (2004) destaca que três hipóteses sustentam a ocorrência do gerenciamento de resultados: (i) oportunismo dos agentes; (ii) nível de endividamento; e (iii) custos políticos. Na primeira hipótese, os agentes podem gerenciar os resultados com vistas a maximizar suas compensações atuais ou futuras utilizando da

flexibilidade das normas contábeis (BARALDI, 2012; SUNDER, 2014). No nível de endividamento, os gestores poderiam em busca da melhora da percepção de risco manipular as informações com vistas a reduzirem os impactos negativos do resultado apresentado e/ou atender às expectativas do mercado (IUDÍCIBUS; LOPES, 2004). Por fim, os custos políticos incitariam os gestores a gerenciarem os resultados com o intuito de se evitar chamar atenção do governo, sindicatos, concorrentes, ONGs e outras partes interessadas no sentido da firma não apresentar desempenho que o destaque claramente das demais (RODRIGUES, 2014).

Como os gestores, por vezes são avaliados através de métricas que culminam em algum tipo de indicador que não capta as anomalias comportamentais dos mesmos (SUNDER, 2014), necessário se faz a utilização de mecanismos de controle de comportamentos oportunistas dos gestores (LOPES, 2002). O conjunto desses mecanismos é denominado de estrutura de Governança Corporativa. De acordo com Martynova e Renneboog (2011), a Governança Corporativa é um conjunto de instrumentos contratuais, que visa proteger os interesses dos minoritários e demais partes interessadas alinhando as expectativas dos agentes as dos demais *stakeholders*. Essa preocupação se intensificou após os casos de fraudes contábeis do início do século XXI que culminou, entre outras, na falência de um gigante do setor de energia dos Estados Unidos e uma das seis maiores firmas de auditoria do mundo (BORGETH, 2007).

No Brasil, a Governança Corporativa ganhou atenção a partir de 1995 com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). O IBGC foi a organização precursora no debate e disseminação das boas práticas de governança, tendo liderado os primeiros treinamentos e cursos de formação nessa seara (CVM, 2014). A Governança Corporativa se sustenta em quatro princípios básicos: (i) Transparência, (ii) Equidade, (iii) Accountability e (iv) Responsabilidade Corporativa. O princípio da transparência consiste em dar maior fidedignidade, clareza, legibilidade, comparabilidade e verificabilidade das informações divulgadas, transcendendo à simples divulgação estabelecida normativamente. Consiste na busca da redução da assimetria informacional, potencializando a melhora da tomada de decisão dos diversos usuários. A Equidade define que todas as partes interessadas (*stakeholders*) devem ser tratadas de forma equânime, sem a ocorrência de privilégios quanto aos níveis de informação e/ou benefícios. A obrigação de prestar contas (*Accountability*) consiste na ação natural dos agentes divulgarem aos acionistas (principais) o desempenho auferido e outras informações relevantes para a tomada de decisão por parte dos demais stakeholders. Por fim, a Responsabilidade refere-se a permanente busca dos gestores em alcançar os melhores resultados, atendendo aos aspectos econômicos, ambientais e sociais (*Triple-Botton-Line*). Com base nesses princípios, a CVM apresenta uma estrutura ideal de Governança Corporativa conforme a Figura 1.

O que se observa é que a proposta de estrutura de Governança (Figura 1) visa dividir o poder entre os principais gestores e os acionistas. Desse modo, a Assembleia Geral através do Conselho Fiscal, monitora as ações e decisões do Conselho de Administração que é o Órgão Deliberativo maior da estrutura. Esse Conselho, assessorado por Órgãos Colegiados e o Comitê de Auditoria, por sua vez deliberam e orientam ações que possam mitigar os problemas de agência sempre com o intuito de maximização dos interesses das partes interessadas, incluindo o sistema de controle interno e/ou a qualidade das informações contábeis. Diante dessa estrutura, os gestores dos níveis inferiores terão um menor potencial de incorrerem em desvios de conduta e/ou prejudicar os acionistas, sobretudo, os minoritários que possuem maior assimetria em relação aos gestores (e/ou controladores).

verifique-se a capacidade de geração de lucro por parte dos investimentos, capital ou lucro (BODIE; MERTON, 2002) e ainda o potencial de crescimento e/ou geração de benefícios econômicos futuros na perspectiva do mercado financeiro e de capitais (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2009). Dada a profusão de indicadores de desempenho disponíveis, optou-se por analisar três dos principais utilizados no mercado financeiro e que possibilitam avaliações acerca: (i) do potencial de crescimento e geração de benefícios econômicos futuros na perspectivas dos investidores não preferencialistas (Q de Tobin); (ii) do potencial de geração de benefícios econômicos na perspectiva dos investidores preferencialistas (Índice *Payout*) e do risco de inadimplência e/ou insolvência para os demais provedores de capital (Nível de Endividamento). Esses indicadores possibilitam que as diversas fontes de financiamento (provedores de capital) avaliem o desempenho geral da companhia (e gestores) no que tange aos benefícios econômicos esperados pelos mesmos (SUNDER, 2014).

2.2.1. Governança Corporativa e o Q de Tobin: Existem Mesmo Incentivos?

O Q de Tobin é um indicador muito utilizado pelos analistas financeiros e evidencia a relação entre Valor de Mercado de uma empresa (VMA) e o Valor de Reposição dos Ativos (VRA) da mesma (TOBIN, 1969). Reinhart (1997 apud FAMA, 2000) afirma que trata-se de uma razão entre duas grandezas relacionadas ao mesmo conjunto de ativos. De acordo com Famá e Barros (2000) métricas semelhantes existiam anteriormente, entretanto, Brainard e Tobin (1968) e Tobin (1969) contribuíram com a utilização do conceito de custo de reposição os ativos. O valor de reposição de um ativo pode ser medido pelo fluxo de caixa esperado para se adquirir ou repor um determinado ativo em t_0 , ou seja, constitui-se do valor presente (de mercado) do ativo em uma data base específica. Buitier (2003) destaca que o Q de Tobin foi uma das contribuições de James Tobin (que faleceu em 2002) utilizado nas diversas áreas da economia, especialmente nas finanças e mercado de capitais.

Lewellen e Bradinath (1997) afirmam que nos últimos 25 anos do século 20 a utilização do Q de Tobin como medida de desempenho do valor de mercado das empresas tem crescido. Sua aplicação tem sido sistematicamente feita em estudos sobre: (i) modelos de investimento, (ii) estruturas de mercado e poder de monopólio, (iii) estrutura de propriedade, (iv) estrutura de capital, (v) diversificação, (vi) reestruturação societária e desempenho, (vii) oportunidades de crescimento, sinalização e política de dividendos, (viii) Q de Tobin e o custo de capital e (ix) Q de Tobin e o risco da firma (FAMÁ; BARROS, 2000).

No presente estudo, o Q de Tobin foi utilizado para se testar a relação existente entre os níveis de governança e o valor de mercado das empresas. Os resultados de estudos anteriores sugerem que: a estrutura de governança afeta significativamente no valor de mercado das empresas. Dahya, Dimitrov e McConnel (2008) observaram em um estudo *cross-country* que quanto maior o nível de proteção aos investidores (minoritários) maior o valor de mercado das empresas, o que indica uma compensação pelo menor risco de expropriação por parte dos controladores (e/ou gestores associados a esse grupo).

Gugler, Mueller e Yurtoglu (2008) reforçam que em países onde o sistema jurídico fundamenta-se no direito consuetudinário (*common law*) as empresas apresentam melhores estruturas de governança com maior dispersão da participação acionária e um efeito mais significativo dos mecanismos de governança sobre o Valor de Mercado (Q de Tobin). Villalonga e Amit (2006) complementam que em empresas familiares a relação entre a estrutura de governança e a geração de valor está condicionada à participação do fundador como CEO ou como Presidente do Conselho de Administração. Entre aquelas empresas onde esses cargos são exercidos por herdeiros, observou-se uma perda de valor. Especificamente no contexto brasileiro, essa concentração é observada em diversas empresas negociadas na BM&FBOVESPA, pois muitas delas são controladas por famílias específicas (SANTOS-SILVA; MARTINS, 2015; YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

2.2.2. Política de Dividendos e Estrutura de Governança: Precedentes e Contemporaneidade

A política de dividendos se refere a forma como as empresas alocam os lucros da companhia ao final do exercício. De acordo com Mayers e Majluf (1984), as empresas priorizam as formas como financiam seus investimentos e o lucro é uma das fontes preferidas pelos gestores, pois:

- Sinaliza ao mercado a existência (ou inexistência) de bons projetos internos de investimento;
- Reduz o custo de capital do projeto;
- Reduz o risco de insolvência;
- Evita a transferência e/ou dispersão do capital votante.

De acordo com Chiarello, Silva e Nakamura (2014), no contexto Brasileiro a empresa pode estabelecer estatutariamente o percentual de lucro que será distribuído anualmente aos acionistas, limitando-se a um mínimo de 25% do lucro ajustado (deduzido das reservas legais e de contingência). Caso o estatuto seja omissivo, a companhia deverá distribuir 50% do referido lucro (ajustado). A política de dividendos tem sido pesquisada em diversos aspectos na área de finanças. Miller e Modigliani (1961) observaram que a política de dividendos não tem um efeito significativo sobre o valor da empresa, mas sim o potencial de geração de benefícios econômicos esperados, dado um determinado nível de risco dos ativos associados. Esta dinâmica se justifica na medida em que os investidores, ávidos por realizarem os retornos dos seus investimentos via dividendos, preferem receber hoje os respectivos benefícios ao recebê-los no futuro, haja vista que reduzirão o risco dos investimentos e aumentarão seus fluxos de caixa disponíveis para (re)investimento (HANDLEY, 2008).

No contexto brasileiro, dada a peculiaridade da existência dos Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP), o pagamento de dividendos pode ser influenciado pelo efeito tributário dos mesmos. Isso porque, a companhia, pode, atendendo aos requisitos da legislação tributária, distribuir parte dos lucros através dos JSCP gerando uma economia tributária à empresa, mas transferindo essa tributação aos acionistas, uma vez que serão tributados na pessoa física. Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) analisaram esse efeito e observaram que existe um efeito significativo da distribuição de lucro via JSCP sobre a carga tributária e a rentabilidade. Adicionalmente, verificaram que esses benefícios influenciam a probabilidade das empresas substituírem a distribuição de dividendos pelo pagamento de JSCP e que aquelas com melhor estrutura de governança apresentam incentivos adicionais. Porém, mesmo com esses benefícios, as empresas que normalmente distribuem dividendos estão menos propensas a substituírem pelos JSCPs, possivelmente pelo efeito das expectativas dos investidores acerca daquela companhia.

Hull (2013), por outro lado buscou explicar as motivações para reduções na distribuição de dividendos. O objetivo do autor foi analisar se a mudança na política de dividendos transmite informações ao mercado. Utilizando dados do período de 1970 a 2010, observou que existe uma relação negativa e significativa entre pagamento de dividendos e nível de endividamento durante períodos recessivos. Esses achados são coerentes com a Teoria da Hierarquia das Fontes (MYERS; MAJLUF, 1984), as firmas tenderão a preferir o autofinanciamento (retenção de lucros) para financiar seus projetos, seguido pela assunção de dívidas e emissão de ações. Além disso, em ambientes recessivos, em que a disponibilidade de linhas de crédito reduz, essa preferência se reforça na medida em que o custo do capital tende a se elevar dado o aumento do risco às diversas fontes de financiamento (BLISS; CHENG; DENIS, 2015).

Em relação à estrutura de governança os estudos indicam que maiores níveis de governança possibilitam que as empresas distribuam um menor volume de dividendos, pois os investidores estariam mais propensos a reinvestirem os lucros para financiamento de projetos de investimento com VPL positivo (ESQUEDA, 2015). Entretanto, esses resultados não se confirmam homogenea-

mente. Em contextos onde as empresas apesar de apresentarem uma estrutura de governança satisfatória, possuem uma concentração do controle, essa propensão à redução do volume de dividendos não é observada, pois os controladores utilizarão de sua influência para auferirem benefícios em forma de dividendos realizando parte do valor gerado pelo investimento (RENNEBOOG; SZILAGYI, 2015). Esse mesmo movimento também ocorre quando apesar da dispersão acionária existe um bloco de acionistas contrários à distribuição de dividendos. Nesse caso, o bloco de acionistas com interesse na distribuição de dividendos estará propenso a propor um menor volume de dividendos (MORI; IKEDA, 2015).

2.2.3. Teoria da Estrutura de Capital e Governança Corporativa: O Que Sabemos sobre essa Questão?

A relação entre a estrutura de governança e a estrutura de capital continua no cerne do debate sobre as decisões de investimentos das empresas. Desde Jensen e Meckling (1976) essa temática tem sido debatida e os resultados têm sugerido que:

- As empresas com melhor estrutura de governança apresentam melhores desempenhos;
- Companhias com melhor estrutura de governança apresentam maior acesso às fontes de financiamento (capital de terceiros e capital próprio);
- O custo médio ponderado de capital tende, no limite, a ser menor para empresas com melhores estruturas de governança;
- Empresas com melhor estrutura apresentam maiores valores de mercado (e/ou sensibilidade dos mesmos).

Zagorchev e Gao (2015) afirmam que a cultura da governança no contexto econômico mundial é recorrente. Isso implica que as instituições e, sobretudo, as financeiras estão condicionadas a adotarem práticas de Governança Corporativa que atendam às expectativas das diversas partes interessadas. Essas práticas, de forma direta ou indireta estimulam o maior desempenho das entidades, pois alinham os interesses dos gestores (agentes) aos dos acionistas (principais). Os autores observaram que a estrutura de governança afeta positivamente o desempenho das empresas, seja a partir de indicadores externos como o Q de Tobin ou internos como o nível de ativos não realizados, nível de inadimplência em que os níveis de risco assumidos são menores. Ademais, verificaram que o nível de governança afeta significativamente no conservadorismo e no income smoothing. Esses resultados corroboram os achados em outros segmentos e ambientes econômicos (O'CONNOR; KINSELLA; O'SULLIVAN, 2014; NGUYEN; LOCKE; REDDY, 2015; HABIB; JIANG, 2015).

Mussa, Musova e Debnárová (2015) observaram que existe uma relação positiva entre nível de endividamento e a estrutura de governança. Isso porque, empresas mais transparentes possuem um maior acesso às fontes de financiamento, sobretudo, capital de terceiros. Chang, Chou e Huang (2014) complementam que a estrutura de capital tem menor efeito em estruturas de governança mais robustas. Adicionalmente, observaram que nas empresas com estruturas de governança fracas, o tempo para reestruturação da dívida em um nível "ótimo" é menor. Primeiro, porque aqueles grupos que ainda não geraram interesse em potenciais compradores a realizarem uma oferta manterão um nível de dívida sob a perspectiva de que é um estímulo protetivo às compras hostis. No mesmo sentido, mas por motivo diverso, aquelas empresas com potencial de aquisição não reestruturarão as dívidas na velocidade necessária com o objetivo de dissuadir os potenciais compradores quanto à aquisição.

Essa maior propensão de acesso às linhas de crédito de terceiros gera um efeito positivo nos custos financeiros (JENSEN; MECKLING, 1976; ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010). Isso porque, considerando que o custo do capital de terceiros, no limite é inferior ao custo de capital próprio, e as empresas com melhores estruturas de governança apresentam uma menor percepção de risco frente

aos credores, logo, existe um efeito marginal negativo no custo do capital de terceiros e, por conseguinte no custo médio ponderado do capital (TRAN, 2014; ANDRADE; BERNILE; HOOD III, 2014; MAZZOTTA; VELTRI, 2014).

Adicionalmente, o valor de mercado das empresas é uma função dos benefícios econômicos esperados pelos acionistas, entre outros, estimados a partir dos lucros esperados dessas empresas trazidos a valor presente (OHLSON, 2005; OHLSON; GAO, 2008). Os estudos sobre a relação entre valor de mercado e estrutura de governança sinalizam para uma influência positiva desta sobre o valor de mercado (JENSEN; MECKLING, 1976). Ou seja, aquelas empresas com melhores estruturas apresentam maiores valores de mercado. A maior confiança e o ganho marginal derivado dos custos de agência potencializam uma maior demanda dos títulos gerando um aumento dos preços dos mesmos. Entretanto, essas evidências não são homogêneas.

Brown e Caylor (2006) demonstram que, em termos agregados, a estrutura de governança apresenta um efeito positivo sobre o valor de mercado das empresas, porém, decompondo os respectivos mecanismos de governança que compuseram o índice construído, a maioria não apresentou evidências de efeitos significativos sobre o valor da firma. Os achados são coerentes com a Teoria da Agência e dos princípios de governança. Os mecanismos, *de per se*, não se justificam na medida em que não atenderão aos objetivos estabelecidos pelos princípios de governança uma vez que atenderão um ou outro especificamente (BEHN; CARVER; NEAL, 2013; ROBERTSON; DIYAB; AL-KAHTANI, 2013).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. Classificação da Pesquisa

As pesquisas, no âmbito da contabilidade e finanças, classificam-se normalmente quanto aos objetivos, procedimentos e abordagem do problema (RAUPP; BEUREN, 2006). Quanto aos objetivos, as pesquisas se classificam em (i) exploratória, (ii) descritiva e (ii) explicativa, e pode-se entender que essas categorias evidenciam o nível de aprofundamento do estudo apresentado. As exploratórias buscam apresentar características iniciais e/ou comportamentos de variáveis relacionadas a um fenômeno de interesse potencializando a realização de estudos posteriores que trarão um maior aprofundamento (COOPER; SCHINDLER, 2003).

Segundo Malhotra (2009), os estudos descritivos são aqueles que descrevem em um nível de detalhes maior, as características e/ou comportamentos de fenômenos e variáveis estudados, geralmente potencializando o teste de hipóteses levantadas a partir de estudos prévios (sobretudo exploratórios). Os estudos explicativos apresentam um nível de aprofundamento maior e evidenciam relação de causalidade determinística e/ou probabilística entre uma ou mais variáveis explicativas sobre uma explicada (KERLINGER, 1910). O presente estudo se classifica como descritivo, por buscar analisar e descrever as relações entre os Níveis de Governança e o Índice *Payout*, Grau de Alavancagem Financeira e Q de Tobin.

Quanto aos procedimentos, o presente estudo se classifica como documental. Os estudos documentais são aqueles que utilizam dados originais não editorados como aqueles obtidos em material bibliográfico (COOPER; SCHINDLER, 2003). No âmbito da contabilidade, estudos documentais são comuns, pois boa parte dos fenômenos é relacionada às demonstrações contábeis e/ou relatórios internos ou públicos com informações quantitativas e qualitativas.

Quanto à abordagem do problema o estudo, classifica-se como quantitativa, pois utiliza-se de estatística descritiva e testes de diferenças entre as médias para avaliação da significância estatística dos grupos participantes da amostra. Os estudos quantitativos são aqueles que utilizam técnicas matemáticas ou estatísticas (descritiva e/ou inferencial) para se analisar os dados e responder ao problema proposto (MALHOTRA, 2006). No presente estudo, a estatística descritiva possibilitou a

análise do comportamento dos indicadores de interesse conforme os grupos participantes da amostra (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), bem como das diferenças identificadas entre os grupos. Por sua vez a estatística inferencial foi utilizada para se fazer inferências quanto à significância estatística das diferenças encontradas. Nesse caso, utilizou-se o Teste Wilcoxon Mann-Whitney.

3.2. Amostra, Coleta de Dados e Variáveis

A amostra utilizada foi não probabilística. As amostras não probabilísticas são aquelas que impossibilitam se fazer inferências que extrapolam à amostra utilizada (FÁVERO *et al.*, 2009). Utilizou-se uma amostra de empresas que negociam ações na BM&FBOVESPA, com 39 empresas definidas a partir dos seguintes critérios: (a) participar do Ibovespa, (b) não pertencer ao setor Financeiro e outros e (c) formar grupos de empresas por níveis de governança em quantidades iguais.

A partir desses critérios, a amostra foi composta por 39 empresas, sendo 13 em cada grupo. Como o grupo de empresas no Nível 2 de governança limitou-se a 13 empresas, optou-se por selecionar aleatoriamente 13 empresas em cada um dos outros dois grupos (Anexo 2). Os dados foram coletados no sítio da CVM e/ou BM&FBOVESPA e referiram-se a informações trimestrais do período 2008-2013 (vinte e quatro trimestres). As variáveis utilizadas nas análises foram mensuradas conforme o Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis analisadas no estudo.

VARIÁVEL	COMPOSIÇÃO
Nível de Governança	Variável categórica <i>Dummy</i> (0,1 e 2) para N1, N2 e NM respectivamente.
Nível de Endividamento	Passivo Exigível / Total de Ativos
Índice <i>Payout</i>	Dividendos Pagos / Lucro Líquido
Q de Tobin	(Ativo Total + Valor de Mercado das Ações – Patrimônio Líquido) / Ativo Total

Fonte: Dados da pesquisa.

3.3. Técnicas de Análise de Dados

Como técnicas de análise de dados foram utilizadas: (i) estatística descritiva e (ii) teste de diferenças entre as médias. A estatística descritiva consistiu na utilização de gráficos, tabelas e coeficiente de correlação. O teste de diferença entre as médias dos grupos foi utilizado para se analisar a significância estatística das diferenças nas variáveis entre os respectivos grupos. Após a realização do teste de normalidade Shapiro-Wilk, decidiu-se pela aplicação do teste não paramétrico Wilcoxon Mann-Whitney. Segundo Manly (2008), esse teste é uma alternativa adequada quando os dados não atendem aos pressupostos de normalidade e/ou amostra suficientemente grande. De acordo com Fávero *et al.* (2009) o Teste Wilcoxon Mann-Whitney consiste em testar a hipótese de que existe diferença estatisticamente significativa entre grupos. No presente estudo utilizou-se indicadores ou variáveis de interesse em comparações pareadas entre os níveis de governança da BM&FBOVESPA. Deste modo as hipóteses testadas foram:

$$H_0: QTobin, NivEnd, Payout_{NGov_i} \neq QTobin, NivEnd, Payout_{NGov_j}$$

$$H_1: QTobin, NivEnd, Payout_{NGov_i} = QTobin, NivEnd, Payout_{NGov_j}$$

Ou seja, a hipótese nula (H_0) declara que o Q de Tobin, Nível de Endividamento e Índice de *Payout* das empresas de um segmento X é diferente significativamente de outro. A hipótese alternativa é a de que não existe diferença estatisticamente significativa. A regra de decisão do teste é de que quando o *p*-valor for inferior a 1%, 5% ou 10% não se pode rejeitar H_0 (BRUNI, 2006).

4. ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

4.1. Estrutura de Governança e o Comportamento dos Indicadores

A estrutura de governança possibilita o alinhamento dos interesses entre acionistas e gestores e espera-se que sua robustez afete os indicadores de desempenho empresarial. Inicialmente verificou-se que o Q de Tobin que apresentou a maior média foi o das empresas participantes do Nível 2 de Governança (Tabela 1). Esse resultado, de certo modo, contraria parcialmente a teoria vigente, pois na perspectiva de Jensen e Meckling (1976), o valor da empresa, nesse caso medido pelo Q de Tobin deste grupo, haveria de ser intermediário entre os Níveis 1 e Novo Mercado, já que ambientes institucionais mais robustos potencializam a valorização dos títulos (DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2008). As empresas participantes deste nível, apesar de não apresentarem um nível superior de governança, conforme os critérios definidos pela BM&FBOVESPA, apresentaram o maior valor. Entretanto, se considerarmos conjuntamente com o Nível de Endividamento e o Índice *Payout* observa-se a coerência dos resultados em ambos.

O nível de endividamento, conforme a Teoria da Sinalização, pode gerar uma expectativa de benefícios econômicos futuros pelos provedores de capital, pois a existência de bons projetos internos justificaria o maior nível de endividamento, que no limite, maximiza o valor da firma (MYERS; MAJLUF, 1984). Além disso, o maior Índice *Payout* evidencia um potencial prêmio pelo risco, ou seja, aquelas empresas que apresentam maior nível de risco devem de forma mais consistente remunerar o risco assumido pelos credores em geral (BLISS; CHENG; DENIS, 2015).

Quando observadas as médias das variáveis dos Níveis 1 e Novo Mercado, verificou-se que as empresas do Novo Mercado apresentam um menor nível de endividamento médio, maior índice *Payout* e maior Valor de Mercado (Q de Tobin). Isso sugere que as empresas com melhores estruturas de governança apresentam uma menor percepção de risco por parte dos investidores pagando inclusive um volume maior de dividendos médios atendendo às expectativas dos preferencialistas, logo, o valor de mercado apresentou-se maior. O efeito positivo da estrutura de governança é relatado na literatura desde 1976 com Jensen e Meckling. Conforme a proposta feita por Brainard e Tobin (1968), Tobin (1969) quanto maior o índice Q Tobin, maior o potencial de ganho, isso porque a diferença entre o valor de mercado da firma e o custo de reposição dos ativos sugere o nível de oportunidade de investimento. Contemporaneamente, os achados reforçam os estudos de Armstrong, Guay e Weber (2010), O'Connor, Kinsella e O'Sullivan (2014), pois estruturas de governança melhores potencializam a valorização e maior propensão à captação de recursos de dívida em decorrência do potencial de geração de benefícios econômicos futuros.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis de interesse.

Estatísticas	Q de Tobin			<i>Payout</i>			Nível de Endividamento		
	N1	N2	NM	N1	N2	NM	N1	N2	NM
Média	1,04	2,15	1,49	0,33	0,67	0,42	0,55	0,63	0,50
Erro padrão	0,02	0,06	0,05	0,06	0,08	0,06	0,01	0,01	0,01
Mediana	1,03	2,17	1,53	0,20	0,64	0,34	0,55	0,62	0,51
Moda	1,03	2,20		0,15		0,21	0,55	0,59	0,51
Desvio padrão	0,09	0,30	0,22	0,28	0,39	0,29	0,04	0,03	0,04
Variância da amostra	0,01	0,09	0,05	0,08	0,15	0,08	0,00	0,00	0,00
Intervalo	0,32	1,16	0,89	1,08	1,20	0,94	0,18	0,11	0,16
Mínimo	0,92	1,51	1,10	0,03	0,15	0,09	0,45	0,58	0,41
Máximo	1,24	2,67	1,99	1,11	1,35	1,02	0,64	0,69	0,58
Soma	24,98	51,67	35,73	8,00	16,18	9,99	13,11	15,02	12,07
Contagem	24	24	24	24	24	24	24	24	24

Fonte: dados da pesquisa.

Em termos de dispersão, observa-se que o *Payout* foi aquele que apresentou-se mais elevado, entretanto. Segundo Fávero *et al.* (2009), um dos principais indicadores de homogeneidade em um

conjunto de dados é o coeficiente de variação (σ/μ). De acordo com esses autores, coeficientes de variação menores sugerem um conjunto de dados com baixa dispersão, no caso, o Nível 1 que é o grupo com menor nível de governança apresentou uma maior dispersão, pois o coeficiente foi de 84%, esse resultado pode se relacionar a características específicas das firmas que por serem de setores econômicos diferentes, possuem diferenças em relação à política de dividendos. No Nível 2, o grupo que apresentou melhores indicadores médios, apesar de evidenciar um coeficiente superior a 30% (58%) foi o menor dentre os três. Adicionalmente avaliou-se a normalidade na distribuição dos dados. As estatísticas Shappiro-Wilk e Kolmogoroff-Smirnoff demonstraram que os dados não apresentam uma distribuição normal, pois os p-valores foram inferiores a um nível de significância de 1%. Isso implica que o teste de diferença entre as médias dos indicadores para os três grupos tem que ser do tipo Não paramétrico (MANLY, 2008).

Quando analisado a correlação entre as variáveis (Tabela 2), observa-se que os níveis de governança apresentaram correlações negativas com os índices de desempenho analisados. Isso sugere que a medida que os níveis de governança aumentam, os respectivos índices diminuem, e as explicações são diversas. Em termos de nível de endividamento, uma melhor governança pode sugerir uma maior aversão ao risco por parte dos gestores ou uma preferência pelo reinvestimento através de recursos próprios, utilizando-se reservas e/ou capital próprio (CHANG; CHOU; HUANG, 2014; CHIARELLO; SILVA; NAKAMURA, 2014).

A Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento (MYERS; MAJLUF, 1984) estabelece que os gestores priorizam as fontes de financiamento da seguinte forma: (i) autofinanciamento (reservas de lucro e reinvestimentos), (ii) captação de dívidas e, por fim, (iii) a emissão de ações. Essa hierarquização é decorrente de fatores como a redução da assimetria, redução do custo de capital, manutenção da atual estrutura de controle (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2009). Nesse sentido, a medida que as empresas melhoram sua estrutura de capital, menor se torna o nível de endividamento das mesmas (MAZZOTTA; VELTRI, 2014). Outra explicação decorre do efeito tamanho. Empresas nos níveis superiores tendem a ter um volume de investimentos maiores. Esse maior volume de investimentos exige uma quantidade de recursos financeiros maior, logo, os acionistas atuais podem em função do potencial de ganho futuro, preferirem realizar os novos investimentos com autofinanciamento ou emissão de ações (TRAN, 2014; RENNEBOOG; SZILAGYI, 2015).

Tabela 2 – Matriz de correlação de Spearman entre as variáveis de interesse,

	Nível de Governança	Nível de Endividamento	Índice Payout	Q de Tobin
Nível de Governança	1,000			
Nível de Endividamento	-0,318**	1,000		
Índice Payout	-0,132**	-0,088**	1,000	
Q de Tobin	-0,076*	-0,057	0,151**	1,000

Notas: em que * e ** são estatisticamente significativas ao nível de 1% e 5%, respectivamente.

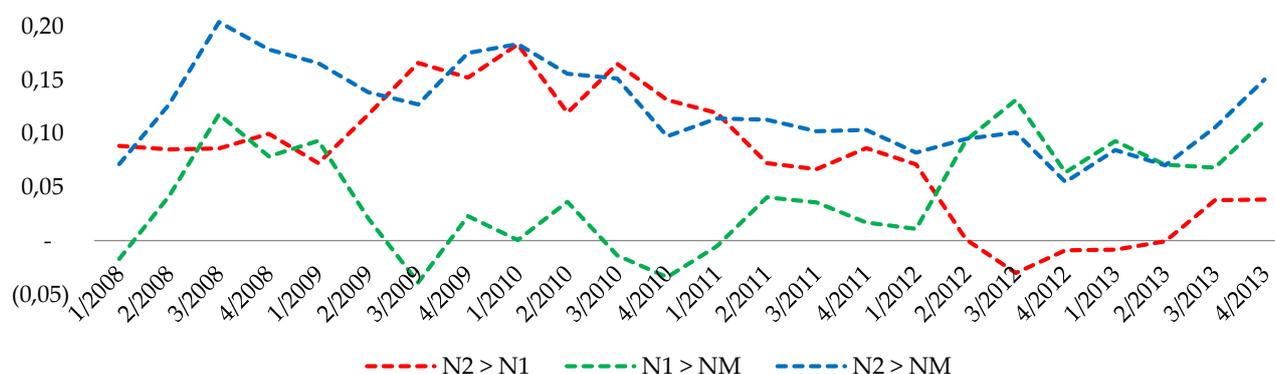
No mesmo sentido, a correlação negativa do Índice Payout com o aumento do nível de governança corrobora o discutido no âmbito da alavancagem, ou seja, a medida que o nível de governança aumenta, a preferência por se reinvestir ou contrair dívidas caminham no mesmo sentido, logo, o percentual de distribuição dos lucros tende a diminuir e o nível de endividamento diminuindo, por razões já apresentadas (MYERS; MAJLUF, 1984).

No que se refere ao Q de Tobin, a interpretação inicial sugere que a adoção de práticas de governança mais robusta afeta negativamente no valor de mercado da firma. Entretanto, o maior nível de governança sugere uma maior confiança dos investidores nos números divulgados pelas companhias. Logo, como o Q de Tobin, relaciona os valores de mercado da firma, das dívidas e o custo de reposição dos ativos, é possível que essa diferença reduza quanto mais confiável forem as

informações divulgadas, isso porque o valor de mercado da firma é função, inclusive, das informações contábeis divulgadas (DECHOW; SCHRAND, 1984). Considerando que a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade aproximou os números contábeis dos valores de mercado em decorrência do fair value accounting, pode-se esperar que a maior transparência implicasse em uma maior relevância dos números contábeis para a estimativa do valor da empresa (MARQUES *et al.*, 2015), logo, o Q de Tobin tende a se comportar no mesmo sentido do Nível de Governança. Por sua vez, a redução do Q de Tobin pode se relacionar com um maior conservadorismo das empresas a medida que o nível de governança aumenta (ARMSTRONG; GUAY; WEBER, 2010; BEHN; CARVER; NEAL, 2013; BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012).

Conforme visto, o nível de endividamento se constitui de um dos principais indicadores de risco de continuidade de uma empresa. No presente estudo, o objetivo foi analisar se existem diferenças estatisticamente significativas entre os níveis de governança. Observa-se no Gráfico 1 que as empresas do N2 foram as que apresentaram o maior nível de endividamento. Trata-se de um nível intermediário de governança sugerindo que fatores adversos justificam tal índice ser superior em ambos os casos.

Gráfico 1 – Diferenças trimestrais do Nível de Endividamento por Nível de Governança. 2008-2013.



Fonte: Dados da pesquisa.

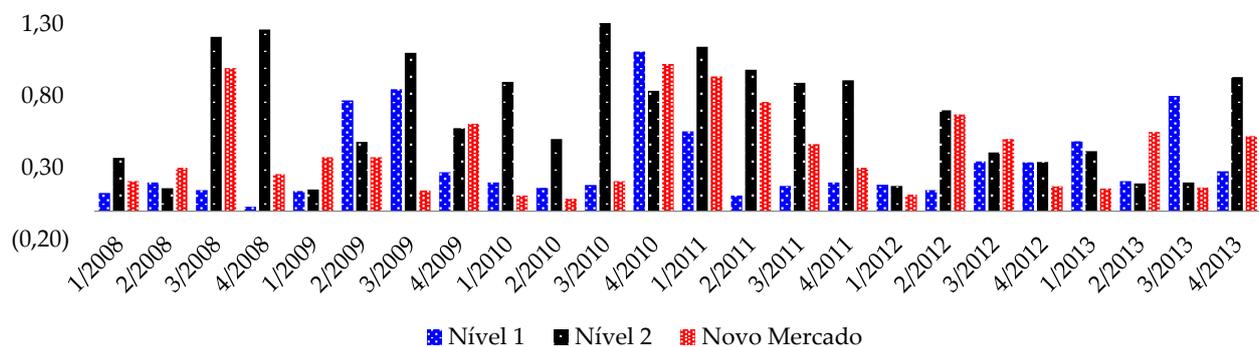
Considerando que o nível de governança sustenta uma menor percepção de risco, o natural seria que houvesse uma redução gradativa, o que não ocorreu (ZAGORCHEV; GAO, 2015). Nesse aspecto, a diferença nos níveis de endividamento das firmas, para essa amostra, pode estar relacionada com as características do setor, tamanho das empresas, instrumentos de governança de fato, fatores esses não analisados no presente estudo (O'CONNOR; KINSELLA; O'SULLIVAN, 2014; NGUYEN; LOCKE; REDDY, 2015; HABIB; JIANG, 2015).

Entretanto, quando analisadas as diferenças entre os níveis de endividamento das empresas participantes do Novo Mercado com o Nível 1 e Nível 2, os resultados são convergentes com o esperado. Menores níveis de governança sugerem uma maior percepção de risco, potencial de crescimento, maior custo de capital, logo, considerando que o custo de dívida, é no limite, inferior ao custo do capital próprio, a captação de dívidas é o mais coerente do ponto de vista das finanças. Esses achados corroboram os estudos de Brown e Caylor (2006), Armstrong, Guay e Weber (2010), Tran (2014) e Mazzotta e Veltri (2014) em que demonstraram que a estrutura de governança mais robusta afeta significativamente o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), pois o maior nível de assunção de dívidas reduz o CMPC.

Posteriormente analisou-se o Índice *Payout* conforme o Gráfico 2. Verificou-se que o Nível 2 foi o segmento que apresentou de forma mais consistente um índice maior. Em 14 dos 24 trimestres esse índice foi maior entre esse grupo o que reforça a análise do Nível de Endividamento, pois em

presas com maiores níveis de endividamento, optam por assumir dívidas para realizar os investimentos pelos motivos já discutidos (HANDLEY, 2008). Considerando que o nível de endividamento para esse grupo foi superior ao longo do período estudado, a distribuição dos lucros aos acionistas se justifica. Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) afirmam que em ambientes institucionais como o brasileiro em que existem formas de distribuição de lucro que geram efeito tributário (JSCP), existe um efeito significativo desse mecanismo sobre a rentabilidade e a carga tributária, logo, justificaria a maior distribuição de dividendos (e JSCP) desse grupo (N2). Ademais, sob a perspectiva da Teoria da Estrutura de Capital, o custo do endividamento será sempre, no limite, inferior ao custo do capital próprio (BLISS; CHENG; DENIS, 2015). Além disso, a emissão de dívidas sinaliza ao mercado que boas oportunidades de investimentos existem e estes, ex ante, apresentam um retorno superior ao custo dessa dívida (CHIARELLO; SILVA; NAKAMURA, 2014; ESQUEDA, 2015).

Gráfico 2 – Índice *Payout* por Nível de Governança. 2008-2013.



Fonte: Dados da pesquisa.

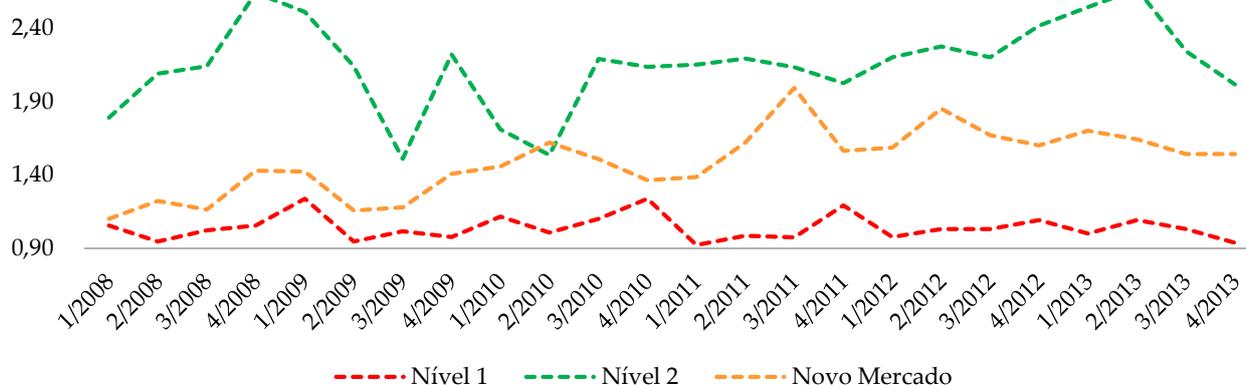
Quando comparado os índices das empresas do Novo Mercado com o Nível 1, observou-se que ele foi na média superior ao do Nível 1. Nesse caso, a explicação não se relaciona a percepção de risco por parte do mercado, mas sim pela indisponibilidade de recursos suficientes para a realização dos novos investimentos, o menor custo do capital de terceiros em relação ao próprio e a distribuição do risco dos acionistas com outros provedores de capital. Considerando que as empresas desse segmento apresentam um maior nível de transparência, o mercado estaria mais disposto a financiar os novos projetos, potencializando uma maior distribuição de dividendos, que na perspectiva dos acionistas, sobretudo aqueles que investem com essa expectativa, nesse caso, minoritários. De acordo com Mori e Ikeda (2015) a despeito de uma preferência pela utilização de recursos de autofinanciamento e o endividamento na sequência de priorização das fontes de financiamento, a distribuição de dividendos maiores em empresas com níveis de governança superiores pode se justificar por influência do grupo de acionistas interessados em realizarem os retornos de seus investimentos na forma de dividendos (RENNEBOOG; SZILAGYI, 2015).

Posteriormente, o Gráfico 3 demonstra o comportamento do Q de Tobin ao longo do período analisado. O que se verifica é que o Valor de Mercado Médio das Empresas participantes do Nível 2 foi o maior. Como o mercado considera todas as informações disponíveis para a precificação dos ativos para essas empresas e período (OHLSON, 2005; OHLSON; GAO, 2008), dadas as características das empresas, algumas já mencionadas, existe, potencialmente uma maior expectativa de geração de benefícios econômicos futuros, o que justifica o Q de Tobin maior para esse grupo. Por sua vez, Villalonga e Amit (2006) destacam que em empresas “familiares” esse maior efeito está condicionado à participação do fundador como CEO ou presidente do conselho, deste modo, como usualmente existe uma concentração acionária em grupos de famílias dentre as empresas participantes

da amostra (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006; SANTOS-SILVA; MARTINS, 2015), os resultados encontrados se justificam. Verificou-se também que esse maior índice que só não foi superior aos demais (N1 e NM) no segundo trimestre de 2010.

Quando comparado o índice das empresas do Novo Mercado com o Nível 1 verificou-se que os resultados foram coerentes com a teoria aceita, qual seja; de que as empresas com maiores níveis de governança têm maior valor de mercado (DAHYA; DIMITROV; MCCONNELL, 2008; FERREIRA et al., 2013). Entretanto, tal efeito não é determinado pela estrutura de Governança. Isso já foi observado a partir dos coeficientes de correlação, pois apesar de serem significativos, foram fracos em todos os casos, ou seja; o valor de mercado é função da estrutura de governança e outros fatores, tais como: (i) capacidade de gestão, (ii) posicionamento estratégico, (iii) estrutura de mercado, (iv) volume de investimentos, entre outros (HEALY; PALEPU, 2001; BROWN; CAYLOR, 2009; CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013; DRAGO et al., 2015; MATYNOVA; RENNEBOOG, 2011).

Grafico 3 – Comportamento Q de Tobin por Nível de Governança. 2008-2013.



Fonte: Dados da pesquisa.

Por fim, a Tabela 3 apresenta a média dos índices analisados ao longo do período de interesse. Essas médias foram comparadas através do teste Wilcoxon Mann-Withney conforme as hipóteses descritas na seção 3.3. Para a variável nível de endividamento comparada entre o Nível 1 com o Nível 2 e o Novo Mercado, observou-se diferenças estatisticamente significativas a um nível de 1% para ambos, pois os respectivos p-valores foram de 0,000, o que implica na não rejeição de H_0 , ou seja, existem diferenças significativas entre os grupos.

Tabela 3 – Média dos Índices estudados. 2008-2013.

	Nível de Endividamento	Índice Payout	Q de Tobin
Nível 1	0,94	0,33	1,04
Nível 2	2,02	0,67	2,15
Novo Mercado	1,54	0,42	1,49

Fonte: Dados da pesquisa.

O Índice *Payout*, como mencionado, foi a variável que maior comportamento adverso se verificou. Neste índice, a comparação do Nível 1 com 2, e Nível 2 com Novo Mercado houve diferença estatisticamente significativa na medida em que os p-valores foram de 0,000, impossibilitando a rejeição da hipótese de diferença entre os grupos (H_0). Entretanto, a comparação do Nível 2 com o Novo Mercado demonstrou não haver uma diferença estatisticamente significativa entre esses dois grupos, logo, a despeito da existência de diferença entre os índices *Payout* desses grupos, ela não é relevante. Quando da comparação do Q de Tobin entre os grupos observou-se indistintamente dife-

renças estatisticamente significativas a um nível de 1%, deste modo, as diferenças analisadas anteriormente no valor de mercado medido por esse indicador são significativas e justificam-se dados os argumentos apresentados anteriormente.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente estudo foi analisar a relação entre os Níveis de Governança e o Desempenho das Empresas Brasileiras. Para tanto, analisou-se uma amostra de 39 empresas participantes do Ibovespa da BM&FBOVESPA com dados trimestrais do período de 2008 a 2013. Buscou-se verificar se existem diferenças estatisticamente significativas entre os grupos, empresas listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de Governança Corporativa. Adicionalmente verificou-se a significância estatística do desempenho ao longo dos trimestres/ano das empresas estudadas. O estudo de natureza descritiva, documental com abordagem quantitativa utilizou da estatística descritiva e testes de diferenças entre as médias (Wilcoxon Mann-Whitney) para se testar as hipóteses apresentadas na seção 2.3.

Os resultados corroboram parcialmente as teorias vigentes na medida em que um maior nível de governança implica em maior Q de Tobin, Índice *Payout* e Nível de endividamento na comparação entre NM x N1, N2 x N1. Na comparação N2 x NM, observou-se uma divergência parcial dos resultados com a expectativa teórica, pois o Nível 2 apresentou índices superiores aos do Novo Mercado (ANDRADE; BERNILE; HOOD III, 2014; BLISS; CHENG; DENIS, 2015). A observância de um maior nível de *payout* entre as empresas do Nível 2 pode se justificar por maior potencial de crescimento das firmas, características específica como a dispersão acionária, o tamanho das empresas e o setor em que atuam (BEHN; CARVER; NEAL, 2013; BLISS; CHENG; DENIS, 2015; DRAGO *et al.*, 2015; CARVALHAL-DA-SILVA; CHIEN, 2013). Tais resultados podem se justificar ainda em função de similaridades entre os instrumentos de fato utilizados pelas empresas do Nível 2, o ambiente econômico para as empresas listadas nesse segmento, menor aversão ao risco agregado com a maior expectativa de retorno futuro (BOULTON; BRAGA-ALVES; SHASTRI, 2012; CHANG; CHOU; HUANG, 2014).

Diante disso, conclui-se que os níveis de governança relacionam-se significativamente no Q de Tobin, Nível de Endividamento e Índice *Payout* das empresas, entretanto, a correlação é baixa. O resultado é coerente com a literatura econômica vigente, pois a eficiência produtiva, a estrutura de mercado e o ambiente econômico são fatores que afetam de forma mais intensa no desempenho das companhias, logo, a despeito da estrutura de governança potencializar o desempenho, ela, *de per se*, não implicará necessariamente em um maior desempenho. Além disso, características específicas da firma podem maximizar ou não esse desempenho (HEALY; PALEPU, 2001; YOO; JUNG, 2015; TURLEY; ZAMAN, 2014; CHIARELLO; SILVA; NAKAMURA, 2014).

O estudo contribui apresentando maiores evidências sobre o efeito da estrutura de governança, e colocando em cheque a relação entre a maior robustez da estrutura de governança e o melhor índice de desempenho, o que não aconteceu na relação N2 x NM, primeiro que muitos dos mecanismos utilizados pelas empresas são institucionalizados, logo não haveria muita diferença entre uma prática e outra. Por sua vez fatores específicos e que determinam o desempenho da firma podem justificar a suposta divergência da teoria vigente com o achado da pesquisa quanto à relação entre o N2 e NM (BOULTON, BRAGA-ALVES e SHASTRI, 2012; BROWN e CAYLOR, 2009; CLARKE e DEAN, 2014; DAMODARAN, 2007).

O estudo apresenta limitações relativas a amostra, metodologia e abordagem do problema. Questões como utilização de uma amostra maior, incluindo empresas não listadas nos níveis, a utilização de técnicas estatísticas mais sofisticadas, bem como uma maior quantidade de índices e/ou variáveis contribuirão para cobertura das limitações do presente estudo. Diante disso, sugere-se,

para estudos futuros, buscar-se entender questões como: Existe associação entre a estrutura de mercado, governança e desempenho da firma? Quais os instrumentos de governança de fato são considerados na precificação dos títulos? A avaliação da estrutura de governança é feita em conjunto? Qual o prêmio pago pelo investidor por essa melhor estrutura de governança? Existe associação da estrutura de governanças com a maior aversão ao risco por parte dos investidores?

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, S. C.; BERNILE, G.; HOOD III, F. M. SOX, corporate transparency, and the cost of debt. *Journal of Banking & Finance*, n. 38, p. 145-165, 2014.
- ARMSTRONG, C. S.; GUAY, W. R.; WEBER, J. P. The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, n. 50, p. 179-234, 2010.
- ASSAF NETO, A. *Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico-financeiro*. 8a. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- BARALDI, P. *IFRS: Contabilidade criativa e fraudes*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- BEHN, B. K.; CARVER, B. T.; NEAL, T. L. Small firms and the value of improvements in corporate governance mechanisms. *Advances in International Accounting*, v. 29, n. 2, p. 171-179, 2013.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. Tradução de Dinah de Abreu. 1932. ed. São Paulo: Abril Cultural, 1984.
- BLISS, B. A.; CHENG, Y.; DENIS, D. J. Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008-2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics*, n. 115, p. 521-540, 2015.
- BODIE, Z.; MERTON, R. C. *Finanças*. Reimpressão 2006. ed. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002.
- BORGETH, V. M. C. *SOX: entendendo a Lei Sarbanes-Oxley - um caminho para a informação transparente*. São Paulo: Cengage Learning, 2007.
- BOULTON, T. M.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI. Payout policy in Brazil: Dividend versus interest in equity. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, p. 968-979, 2012.
- BRAINARD, W. C.; TOBIN, J. Pitfalls in Financial Model Building. *The American Economic Review*, v. 58, n. 2, p. 99-122, 1968.
- BROWN, L. D.; CAYLOR, M. L. Corporate Governance and Firm Operating Performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, v. 32, p. 129-144, 2009.
- BRUNI, A. L. *SPSS Aplicado à Pesquisa Acadêmica*. São Paulo: Atlas, 2009.
- BUITER, W. H. *James Tobin: an appreciation of his contribution to economics*. LSE Research Online, London, July 2006.

- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; CHIEN, A. C. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. *Revista Brasileira de Finanças*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.
- CHANG, Y. K.; CHOU, R. K.; HUANG, T. H. Corporate governance and the dynamics of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, v. 48, p. 374-385, 2014.
- CHIARELLO, T. C.; SILVA, T. P.; NAKAMURA, W. T. Efeito das estratégias financeiras alinhadas a política de dividendos das empresas de propriedade familiar e não familiares brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, São Paulo, v. 7, n. 3, p. 432-452, 2014.
- CLARKE, F.; DEAN, G. Corporate Collapse: Regulatory, Accounting and Ethical Failure. In: DI PIETRA, R.; MCLEAY, S. *Accounting and Regulation: New Insights on Governance, Markets and Institutions*. [S.l.]: Springer New York, 2014. Cap. 2, p. 1-30.
- COASE, R. H. The nature of firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.
- COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. *Métodos de pesquisa em Administração*. Tradução de Luciana de Oliveira Rocha. 7a. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.
- CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3a. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. 376 p.
- DAHYA, J.; DIMITROV, O.; MCCONNELL, J. J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 87, p. 73-100, 2008.
- DAMODARAN, A. *Avaliação de Empresas*. 2a. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- DECHOW, P. M.; SCHRAND, C. M. *Earnings Quality*. Virginia: the Research Foundation of CFA Institute, 2004.
- DECHOW, P.; SLOAN, R.; SWEENEY, A. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, p. 193-225, 1995.
- DI PIETRA, R.; MCLEAY, S.; RONEN, J. *Accounting and Regulation: new insights on governance, markets and institutions*. New York: Springer, 2014. 412 p.
- DRAGO, C. et al. Corporate governance reforms, interlocking directorship and company performance in Italy. *International Review of Law and Economics*, n. 41, p. 38-49, 2015.
- ESQUEDA, O. A. Signaling, corporate governance, and the equilibrium dividend policy. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, p. 1-14, 2015.
- FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. Q de Tobin e seu uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, 07, n. 4, p. 27-43, 2000.
- FÁVERO, L. P. et al. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisão*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.

- FERREIRA, R. N. et al. Governança Corporativa, Eficiência, Produtividade e Desempenho. *RAM-Rev. Adm. Mackenzie*, São Paulo, v. 14, n. 4, p. 134-164, 2013.
- GUGLER, K.; MUELLER, D. C.; YURTOGLU, B. B. Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparasion. *Journal of Corporate Finance*, v. 14, p. 688-705, 2008.
- HABIB, A.; JIANG, H. Corporate governance and financial reporting quality in China: A survey of recent evidence. *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, v. 24, p. 29-45, 2015.
- HANDLEY, J. C. Dividend policy: Reconciling DD with MM. *Journal of Financial Economics*, n. 87, p. 528-531, 2008.
- HEALY, P.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.
- HULL, T. J. Does the timing of dividend reductions signal value? Empirical evidence. *Journal of Corporate Finance*, n. 22, p. 193-208, 2013.
- IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial and Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 7, n. 2, p. 4-19, 1994.
- KERLINGER, F. N. *Metodologia da pesquisa em Ciências Sociais: um tratamento conceitual*. Tradução de Helena Mendes Rotundo. São Paulo: EDU, 1910.
- LOPES, A. B. *A Informação Contábil e o Mercado de Capitais*. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.
- MALHOTRA, N. K. *Pesquisas de marketing: uma orientação aplicada*. Tradução de Laura Bocco. 4a. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- MANLY, B. J. F. *Métodos estatísticos multivariados: uma introdução*. 3a. ed. Porto Alegre: Artmed, 2008.
- MARQUES, V. A. et al. *Conteúdos e Características dos Relatórios de Auditoria emitidos no Brasil no período de 1997-2012*. IN: III Mostra Científica de Pesquisa em Contabilidade: Mercado de Trabalho e a Educação Contábil. Uberlândia: [s.n.]. 2014. p. 1-5.
- MARQUES, V. A. et al. Qualidade Informacional e Transparência: um estudo entre as empresas ganhadoras e não ganhadoras do Prêmio Transparência ANEFAC-SERASA EXPERIAN. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, Blumenau, v. 14, n. 2, p. 769-796, 2015.

MARTINS, E.; DINIZ, J. A.; MIRANDA, G. J. *Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica*. São Paulo: Atlas, 2012.

MATYNOVA, M.; RENNEBOOG, L. The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave. *European Financial Management*, v. 17, n. 2, p. 208-259, 2011.

MAZZOTTA, R.; VELTRI, S. The relationship between corporate governance and the cost of equity capital. Evidence from the Italian Stock exchange. *Journal of Management & Governance*, v. 18, n. 2, p. 419-448, 2014.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MORI, N.; IKEDA, N. Majority support of shareholders, monitoring incentive, and dividend policy. *Journal of Corporate Finance*, n. 30, p. 1-10, 2015.

MUSSA, H.; MUSOVA, Z.; DEBNARÓVÁ, L. Responsibility in the Corporate Governance Framework and Financial Decision Making Process. *Procedia Economics and Finance*, n. 23, p. 1023-1029, 2015.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Finance Economics*, p. 187-221, 1984.

NGUYEN, T.; LOCKE, S.; REDDY, K. Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter? *International Review of Financial Analysis*, n. 41, p. 148-161, 2015.

O'CONNOR, T.; KINSELLA, S.; O'SULLIVAN, V. Legal protection of investors, corporate governance, and investable premia in emerging markets. *International Review of Economics and Finance*, n. 29, p. 426-439, 2014.

OHLSON, J. A. The Basic Concepts Related to Returns on Earnings Regressions. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, v. 1, n. 1, p. 93-102, 2005.

OHLSON, J.; GAO, Z. *O lucro, seu crescimento e o valor da empresa*. São Paulo: Atlas, 2008. 96 p.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências Sociais. In: BEUREN, I. M. *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática*. São Paulo: Editora Atlas, 2006. Cap. 3, p. 195.

RENNEBOOG, L.; SZILAGYI, P. G. How Relevant is Dividend Policy under Low Shareholder Protection. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, n. 15, p. 1-42, 2015.

ROBERTSON, C. J.; DIYAB, A. A.; AL-KAHTANI, A. A cross-national analysis of perceptions of governance principles. *International Business Review*, v. 22, n. 1, p. 315-325, 2013.

- RODRIGUES, J. M. Qualidade da Informação Contábil. In: NIYAMA, J. K. *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2014. p. 183-207.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. *Princípios de Administração Financeira*. 2a. ed. São Paulo: [s.n.], 2009.
- SANTOS SILVA, C. C.; MARTINS, O. S. Valor e prática de Governança Corporativa das empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, Salvador, v. 5, n. 3, p. 26-41, 2015.
- SUNDER, S. *Teoria da Contabilidade e do Controle*. São Paulo: Atlas, 2014.
- TOBIN, J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 1, n. 1, p. 15-29, 1969.
- TRAN, D. H. Multiple corporate governance attributes and the cost of capital - Evidence from Germany. *The British Accounting Review*, n. 46, p. 179-197, 2014.
- TURLEY, S.; ZAMAN, M. The Corporate Governance Effects of Audit Committee. In: DI PIETRA, R.; MCLEAY, S. *Accounting and Regulation: New Insights on Governance, Markets and Institutions*. [S.l.]: Springer New York, 2014. Cap. 7, p. 133-160.
- VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, n. 80, p. 385-417, 2006.
- WEFFORT, E. F. J. *O Brasil e a Harmonização Contábil Internacional: influências dos Sistemas Jurídico e Educacional, da Cultura e do Mercado*. Série Academia-empresa 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. *Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais*. São Paulo: Atlas, 2006.
- YOO, T.; JUNG, D. K. Corporate governance change and performance: The roles of traditional mechanism in France and South Korea. *Scandinavian Journal of Management*, n. 31, p. 40-53, 2015.
- ZAGORCHEV, A.; GAO, L. Corporate governance and performance of financial institutions. *Journal of Economics and Business*, p. 1-25, 2015.

Anexo 1 – Requisitos exigidos das empresas conforme os Níveis de Governança.

REQUISITOS	NÍVEL DE GOVERNANÇA		
	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1
Tipos de Ações	Somente Ordinárias (ON)	Ordinárias (ON) e Preferenciais (PN) com direitos adicionais	Ordinárias (ON) e Preferenciais (PN) conforme a legislação
Percentual mínimo de ações circulando (<i>free float</i>)	No mínimo 25%	No mínimo 25%	No mínimo 25%
Distribuições públicas de ações	Estímulo à dispersão acionária	Estímulo à dispersão acionária	Estímulo à dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5%, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5%, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regras
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, sendo que 1 (20% do total, nesse caso 5) deve ser independente e ter mandato de até 2 anos.	Mínimo de 5 membros, sendo que 1 (20% do total, nesse caso 5) deve ser independente e ter mandato de até 2 anos.	Não há regras
Vedação à acumulação de cargos	Vedado acumulo do cargo de Residente do conselho e diretor presidente ou principal executivo a partir do 3o ano de adesão	Vedado acumulo do cargo de Residente do conselho e diretor presidente ou principal executivo a partir do 3o ano de adesão	Vedado acumulo do cargo de Residente do conselho e diretor presidente ou principal executivo a partir do 3o ano de adesão
Obrigação do Conselho de Administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regras
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme a legislação
Reunião pública anual	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória
Calendários de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório
Divulgação adicional de informações	Política de negociação e código de conduta	Política de negociação e código de conduta	Política de negociação e código de conduta
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON
Oferta Pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatória em caso de cancelamento do registro ou saída do segmento	Obrigatória em caso de cancelamento do registro ou saída do segmento	Conforme a legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória

Fonte: adaptado de BM&FBOVESPA (2015)

ANEXO 2 – Amostra de empresas participantes da pesquisa nos respectivos grupos (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado).

Nível 1 de Governança Corporativa (N1)	Nível 2 de Governança Corporativa (N2)	Novo Mercado de Governança Corporativa (NM)
BRASKEM S.A.	ALUPAR INVESTIMENTO S/A	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.
CENTRAIS ELET BRAS S.A. – ELETROBRAS	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CIA SANEAMENTO BASICO EST SÃO PAULO
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CONTAX PARTICIPACOES S.A.	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS- COPASA MG
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	ELETROPAULO METROP. ELET.SAO PAULO S.A.	DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	FORJAS TAURUS S.A.	ENEVA S.A
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	KLABIN S.A.	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA – FERBASA	MARCOPOLO S.A.	HYPERMARCAS S.A.
GERDAU S.A.	RENOVA ENERGIA S.A.	M. DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.
METALURGICA GERDAU S.A.	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.
OI S.A.	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A	TECNISA S.A.
VALE S.A.	VIA VAREJO S.A.	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.

Fonte: Dados da BM&FBOVESPA (2015).