

IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE O FINANCIAMENTO EMPRESARIAL: UMA APLICAÇÃO DO MÉTODO DE DADOS EM PAINEL

Érica Prado Proença
Karina de Carvalho Rodrigues
Leandro Miranda Mendes Cindio
Paula Cristina Brito da Silva
Viviany Burgareli da Cunha
Professor orientador:
André Wakamatsu

Resumo

O objetivo do estudo foi identificar nas empresas que estão listadas na Bovespa em um dos níveis de Governança a relação com o financiamento empresarial e o impacto que a adoção de padrões mais elevados tem sobre o desempenho financeiro. Os dados utilizados foram secundários, tendo sido colhidos no banco de dados da Economática, compreendendo o período de janeiro de 2005 a dezembro de 2007, totalizando 6 semestres. Para análise utilizou-se a regressão múltipla com um método de dados em painel considerando-se 42 empresas. Foram selecionadas 4 variáveis dependentes DB; PE; PC; ELP, todas foram analisadas em relação ao PL das empresas. Os resultados mostraram que adoção de padrões mais elevados de Governança contribui para condições mais favoráveis de angariar crédito junto a terceiros, ficou explícito que não vai bastar apenas considerar os aspectos financeiros, mas os que envolvam boas práticas no relacionamento entre acionistas, Conselho Administrativo e a empresa.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Financiamento Empresarial, Alavancagem Financeira, Método de Dados em Painel

1. Introdução

A questão do crédito e do financiamento constitui, sem dúvida, um dos principais entraves ao desenvolvimento na economia brasileira. Tanto a disponibilidade de crédito é muito baixa quanto às condições gerais em relação aos prazos e custos são bastante inadequadas (CICOGNA, TONETO e VALLE, 2007).

A relevância desses atributos sobre a decisão de financiamento deriva dos impactos que eles seriam capazes de exercer sobre os custos e benefícios associados à emissão de ações ou de dívida. Dessa forma, não haveria uma estrutura de capital ótima, mas uma estrutura de capital mais apropriada a cada perfil de empresa (PEROBELLI e FAMÁ, 2003).

O presente estudo buscou identificar nas empresas que estão listadas na Bovespa em um dos níveis de Governança Corporativa a relação das mesmas com o financiamento empresarial a fim de verificar se a adoção de padrões de Governança Corporativa, mais elevados, tem impacto sobre o desempenho financeiro.

Como base observou-se o estudo que foi desenvolvido por Cicogna, Toneto e Valle em 2007 que consideraram o período compreendido de janeiro de 2000 a setembro de 2004, totalizando 19 trimestres, para tanto, o estudo em pauta foi adaptado e pesquisou o período compreendido de janeiro de 2005 a dezembro de 2007, totalizando 6 semestres.

São objetivos específicos da pesquisa, relacionar o perfil de endividamento com alavancagem, identificar o impacto da adoção de níveis mais elevados de Governança Corporativa sobre o financiamento e contribuir com novos avanços, relacionados ao financiamento das empresas e a Governança Corporativa com a finalidade de ampliar o conhecimento, nesse campo de estudo em finanças.

Pesquisas realizadas no campo de Governança Corporativa evidenciam a importância de se considerar boas práticas no relacionamento entre acionistas, Conselho Administrativo, Diretoria e Auditoria, em vista dos acontecimentos de escândalos financeiros corporativos, como o caso, envolvendo a *Enron Corporation* e a Auditoria *Artur Andersen*, que desencadearam a adoção de mecanismos de segurança e transparência para evitar fraudes ou informações privilegiadas dentro das empresas, visando assim oferecer à maximização de valor para os acionistas.

2. Referencial Teórico

2.1. Teoria de estrutura de capital

A moderna teoria de estrutura de capital surgiu em 1958, quando os professores Franco Modigliani e Merton Miller publicaram o que foi chamado de artigo de fianças mais importante já escrito. Modigliani e Miller provocaram, sob um conjunto de pressupostos muito restritivo, que o valor de uma empresa não é afetado por sua estrutura de capital.

Em outras palavras: os resultados apresentados por Modigliani e Miller indicam que o modo pelo qual a empresa financia suas operações não tem influência, ou seja, que a estrutura de capital não é relevante (BRIGHAM e HOUSTON, 1999).

Contrário à posição de Modigliani e Miller (1958), Durand (1959), representante da chamada Escola Tradicionalista, acredita que, na prática, é possível, definir-se uma estrutura de capital ótima que permita a maximização da riqueza dos acionistas (KAYO e FAMÁ, 2004).

Para Famá e Grava (2000), o estudo de estrutura de capital pode ser dividida em três grandes fases, todas refletindo a abordagem dada à época ao estudo de risco e seu efeito sobre o custo de capital. Na primeira fase, que vai do início do estudo de Finanças até a década de 1950, a noção intuitiva da existência de risco não era acompanhada de um instrumental analítico para tratá-lo.

Na segunda fase, que viu seu início no estudo clássico de MARKOWITZ (1952) e teve, especificamente para estudo de estrutura de capital, seu grande marco em MODIGLIANI e MILLER (1958), a incerteza passou a ser considerada. Essa fase, cujos estudos se prolongam até hoje, poderia ser chamada de fase da incerteza dos fatos.

Segundo Famá e Grava (2000), as proposições do primeiro artigo (1958) eram realmente válidas em um mundo sem impostos. Lá, o custo de capital era indiferente ao nível de alavancagem financeira. Em um mundo real, entretanto, com a incidência de impostos, a alavancagem financeira trazia ganho adicional para a empresa, na medida em que os juros eram tratados como despesa e, portanto, provocavam uma redução nos impostos.

A novidade, naturalmente, não era o simples efeito dos juros sobre os impostos, desde sempre conhecido, mas o fato de que as variações nos custos de dívida e capital acionário (custos que subiam com a alavancagem) não eram tais que compensassem o efeito fiscal. Prevalecia assim a visão tradicional de que a dívida (e, portanto, a estrutura de capital) poderia ser utilizada para aumentar o valor da empresa para o acionista.

Agora, contudo, o efeito era mais perturbador. Isso porque, na visão tradicional, esse efeito de criação de valor ocorria apenas para alavancagens moderadas, sendo, no entanto suplantado por uma acentuada alta nos custos de dívida e capital acionário quando a alavancagem superava determinado nível. Isso não estava agora previsto no modelo de Modigliani e Miller. O valor dos negócios permanecia constante, ao que se adicionava o ganho fiscal da dívida. Maior a dívida, maior o ganho fiscal.

Modigliani e Miller publicaram um artigo de continuação, em 1963, no qual deixaram de lado a pressuposição de que não há impostos sobre as empresas. A legislação tributária permite às empresas deduzir pagamentos de juros como despesa, mas o pagamento de dividendo aos acionistas não são dedutíveis.

Esse tratamento diferenciado encoraja as corporações a utilizarem dívidas em suas estruturas de capital. Efetivamente, Modigliani e Miller demonstraram que, se todos os seus pressupostos forem mantidos, este tratamento diferencial leva a uma situação que requer 100 por cento de financiamento de dívidas (BRIGHAM e HOUSTON, 1999).

2.2. Alavancagem Financeira

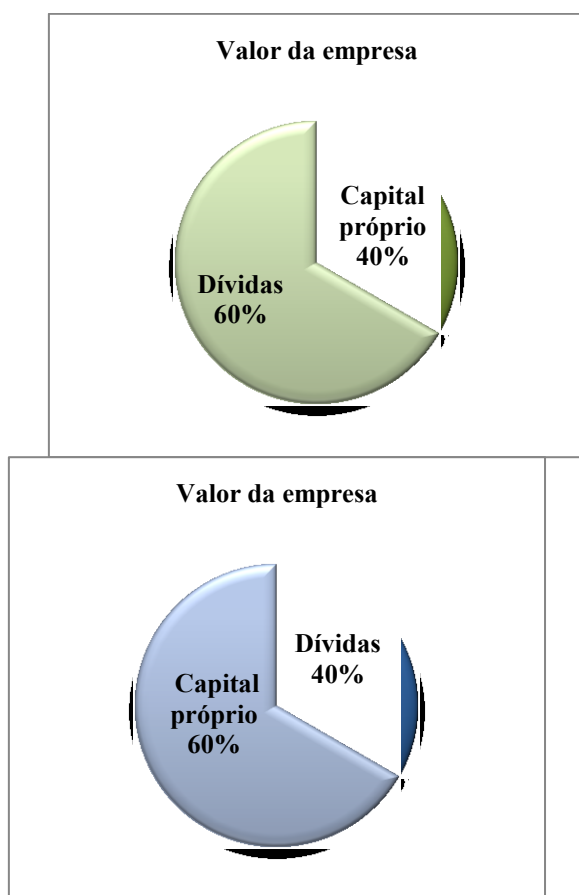
Ross, Westerfield e Jordan (2002), entendem que a alavancagem financeira é a intensidade com a qual a empresa está endividada. Quanto mais financiamento por meio de capital de terceiros a empresa pode utilizar, maior será a alavancagem financeira empregada. A alavancagem financeira pode alterar drasticamente os resultados para os acionistas de uma empresa. Curiosamente a alavancagem financeira pode não alterar o custo geral de capital da empresa. Se isso é verdade, então a estrutura de capital da empresa é irrelevante, porque mudanças na estrutura de capital não afetarão o valor da empresa.

Modigliani e Miller, no seu trabalho *The cost of capital, corporate finance and the theory of Investment* (1958), lançaram as bases para o estudo do efeito da estrutura financeira no valor da empresa. Apresentaram argumentos convincentes de que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa, em outras palavras, não existe estrutura melhor ou pior para os acionistas (MACHADO, TEMOCHE e MACHADO, 2004).

Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2002), uma forma de ilustrar a Proposição I de Modigliani e Miller é imaginar duas empresas idênticas no lado esquerdo do balanço. Seus ativos e suas operações são exatamente os mesmos. Os lados direitos do balanço são diferentes porque as duas empresas financiam suas operações de maneira diversa. Nesse caso, pode-se visualizar a questão da estrutura de capital com se fosse uma *pizza*.

A Figura 1 – mostra duas maneiras possíveis de se dividir a *pizza* entre fatia do acionista (E) e a fatia do credor (D): 40% - 60% e 60% - 40%. No entanto, o tamanho da *pizza* é idêntico para as duas empresas porque o valor dos ativos é o mesmo. Isso é exatamente o que a Proposição I de Modigliani e Miller enuncia: o tamanho da *pizza* não depende de como ela é repartida.

Figura 1 – As duas *pizzas* da estrutura de capital.



Fonte: Ross, Westerfield e Jordan (2002)

2.3. Governança Corporativa

Para Feigenbaum (2007), um dos princípios mais básicos do sucesso nos negócios reconhecidos por aqueles entre nós que passaram suas carreiras na liderança corporativa é o grande valor do gerenciamento, o absoluto poderio organizacional e a necessidade irrevogável de uma responsabilidade econômica e social no tocante a uma efetiva Governança Corporativa.

Governança Corporativa efetiva é crucial para assegurar rentabilidade e um crescimento continuamente fortes e significativos nos mercados globais altamente competitivos da atualidade. Ela, ainda, é essencial para a integridade de uma empresa na abordagem das questões humanas, públicas e financeiras, além do adequado trato com os clientes, condições necessárias para o desenvolvimento genuíno e duradouro dos negócios da organização do século XXI. Um dos determinantes fundamentais da efetiva Governança Corporativa é a transparência e a visibilidade das responsabilidades corriqueiras do Conselho de Administração das empresas. Isso exige, entre outras demandas essenciais, uma definição específica das responsabilidades e dos relacionamentos entre Conselho e seus membros, além daquelas vividas entre o Conselho e o CEO. E, como o que é medido e avaliado apropriadamente nos problemas corporativos será gerenciado e implementado da mesma forma nas ações executadas pelas empresas, uma demanda básica para o estabelecimento e garantia dessa efetiva Governança Corporativa é um processo claro, sistemático e bem estruturado para suas mensurações e avaliações.

A efetiva Governança Corporativa há tempos tem constituído o foco essencial de muitas empresas de sucesso. Com as forças humanas, econômicas e tecnológicas sob constante modificação no atual ambiente internacional, seu significado está sendo ainda mais enfatizado.

A disseminação da experiência empresarial está deixando claro que a Governança pode suportar e reforçar significativamente a eficiência competitiva, bem como a favorável percepção dos clientes e a visibilidade dos investidores no mercado internacional extremamente competitivo de hoje.

A evolução contínua da Governança nesses termos está sendo influenciada por cinco forças importantes no mundo atual de negócios. Elas estão modelando e desenvolvendo a forma e substância das atividades empresariais e continuarão a focar no caráter das ações de Governança Corporativa para obter máxima eficiência, tanto em termos estratégicos quanto operacionais.

Segundo Feigenbaum (2007), as cinco forças do desenvolvimento de Governança são:

1. Atenção à Governança por Conselhos de Administração e CEOs.
2. Atenção à Governança por um amplo espectro de associações e órgãos legais.
3. Focos nas questões relacionadas com tópicos de Governança para a globalização de produtos e serviços.
4. Influência cada vez maior de pesquisas acadêmicas na prática de Governança Corporativa.
5. Ênfase cada vez maior de estudiosos para o ensino de princípios de Governança Corporativa.

As cinco forças principais relativas à Governança têm levado à necessidade de uma melhor fiscalização corporativa. Uma forte correlação positiva entre essa fiscalização corporativa e o valor de mercado da empresa tem sido refletida em alguns estudos importantes, como é o caso da Faculdade de Administração de Georgetown University.

A maior parte das experiências aponta que adequadamente implantadas, as cinco forças leva a focar em um caráter de Governança Corporativa que resulta numa maior eficiência empresarial, não em uma maior burocracia nos negócios.

Adotadas em conjunto, essas cinco forças e princípios consolidam os alicerces para estimular uma evolução significativa da Governança Corporativa em um meio internacional de negócios extremamente exigentes que as empresas enfrentam no mundo de hoje em suas iniciativas de aumento de rentabilidade e sobre seu crescimento.

3. Metodologia

3.1. Classificação do estudo

O método de pesquisa quantitativo, como o próprio nome indica, caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples, como percentual, média, desvio padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão etc.

Os estudos de natureza descritiva propõem-se investigar o “que é”, ou seja, a descobrir as características de um fenômeno como tal. Nesse sentido, são considerados como objeto de estudos uma situação específica, um grupo ou um indivíduo.

Os estudos procuram investigar a correlação entre variáveis são fundamentais para as diversas Ciências Sociais, porque permitem controlar, simultaneamente, grandes números de variáveis e, por meio de técnicas estatísticas de correlação, pesquisador entendimento do modo pelo qual as variáveis estão operando (RICHARDSON, 1999).

A regressão múltipla é uma ferramenta poderosa para o controle do efeito de variáveis para as quais dispomos de dados. Se todos os dados não estão disponíveis para algumas das variáveis, contudo, elas não podem ser incluídas na regressão e os estimadores de MQO (métodos dos mínimos quadrados) dos coeficientes da regressão poderiam ter um viés de omissão das variáveis (STOCK e WATSON, 2004).

3.2. População e amostra

A população alvo do estudo é constituída por todas as empresas listadas na Bovespa. O procedimento de amostragem foi com dados não consolidados das empresas que tem suas ações negociadas na Bovespa e estão em um dos diferentes níveis de Governança Corporativa. A amostra conta com 42 empresas distribuídas entre os níveis de Governança ressalta-se que foram listadas 43 empresas, entretanto, a Ripasa S.A. Celulose e Papel foi retirada da análise em razão da ausência de dados no período analisado.

3.3. Coleta de dados

Os dados são secundários, tendo sido colhidos no banco de dados da Economatica, das empresas listadas na Bovespa no Nível 1 de Governança, no Nível 2 de Governança e no Novo Mercado compreendendo o período de janeiro de 2005 a dezembro de 2007, totalizando 6 semestres. Há uma ressalva a ser feita, no que diz respeito, aos dados coletados no período que foi mencionado acima, o podendo ser considerado como um período de relativa estabilidade no mercado de capitais. Nesse período os sinais da atual crise que se instaurou nos mercados financeiros globais não havia se manifestado apesar dos primeiros sinais apresentarem-se mais ou menos em meados de 2007, precisamente no mês de agosto, sobre economia americana com a chamada crise de “*subprime*” (crise de hipotecas de alto risco), que acabou se alastrando a outros países afetando a liquidez e elevando os riscos, porém os efeitos da mesma só começaram a serem refletidos, ainda que com menor intensidade no Brasil, no princípio do ano de 2008 dos quais os dados coletados não faz nenhuma referência. No quadro 1 são apresentadas as empresas listadas no Novo Mercado. No quadro 2 são apresentadas as empresas listadas no Nível 2. No quadro 3 são apresentadas as empresas listadas no Nível 1.

Quadro 1 – Empresas listadas no Novo Mercado

Empresas
Cia de Concessões Rodoviárias – CCR
Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – Sabesp
CPFL Energia S.A.
Diagnósticos da América Latina S.A. – DASA
Grendene S.A.
Natura Cosméticos S.A.
Porto Seguro S.A.
Renar Maçãs S.A.

Fonte: Cicogna, Toneto e Valle (2007)

Quadro 2 – Empresas listadas no Nível 2

Empresas
ALL - America Latina Logística S.A.
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. – Celesc
Eletropaulo Metrop. Eletric. de São Paulo S.A.
Eternit S.A.
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.
Marcopolo S.A.
Net Serviços de Comunicação S.A.
Suzano Petroquímica S.A. Holding

Fonte: Cicogna, Toneto e Valle (2007)

Quadro 3 – Empresas listadas no Nível 1

Empresas		
Aracruz Celulose S.A.	Cia. Vale do Rio Doce	Ripasa S.A. Celulose e Papel*
Brasil Telecom Participações S.A.	Confab Industrial S.A.	Rossi Residencial S.A.
Brasil Telecom S.A.	Fras-Le S.A.	Sadia S.A.
Braskem S.A.	Gerdau S.A.	S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor
Cia. Brasileira de Distribuição	Klabin S.A.	São Paulo Alpargatas S.A.
Cia. de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira	Mangels Industrial S.A.	Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.
Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	Metalúrgica Gerdau S.A.	Unipar - União de Ind. Petroquímicas S.A.
Cia. Energética de Minas Gerais - Cemig	Perdigão S.A.	Votorantim Celulose e Papel S.A.
Cia. Hering	Randon S.A. Implementos e Participações	Weg S.A.

Fonte: Cicogna, Toneto e Valle (2007)

*Legenda: Empresa retirada da análise devido à falta de dados da mesma no período considerado

3.4. Tratamento dos dados

Para análise dos dados utilizou-se a regressão múltipla com um método de dados em painel e fez-se uma adaptação no modelo desenvolvido por Cicogna, Toneto e Valle (2007), de acordo com os objetivos específicos do estudo considerando-se apenas 42 empresas distribuídas entre os níveis de Governança Corporativa.

As variáveis explicativas utilizadas foram: tamanho do ativo total, para controle do tamanho da empresa, e uma variável *dummy* para as empresas nos diferentes níveis de Governança, construída da seguinte forma: 1, se a empresa se encontra em um dos três níveis diferenciados de Governança Corporativa, e 0, caso contrário.

As variáveis dependentes utilizadas foram:

- ✓ $d_pldifme$ = diferença do índice DB/PL de cada empresa em relação à média do mercado;
- ✓ $pe_pldifme$ = diferença do índice PE/PL de cada empresa em relação à média do mercado;
- ✓ $pc_pldifme$ = diferença do índice PC/PL de cada empresa em relação à média do mercado;
- ✓ $elp_pldifme$ = diferença do índice ELP/PL de cada empresa em relação à média do mercado.

O modelo testado é dado por:

$$Y = \alpha + \beta_1 pgc + \beta_2 at + \varepsilon$$

Em que:

Y = variável dependente;

pgc = *dummy* de padrão de governança corporativa;

at = ativo total.

4. Apresentação e discussão dos resultados

Com a finalidade de responder aos objetivos específicos e verificar o impacto do tipo de Governança Corporativa no financiamento empresarial das empresas brasileiras de capital aberto, foi montada uma amostra de dados separados em semestres do balanço não consolidado das empresas listadas na Bovespa. A amostra conta com 42 empresas, retirando-se a empresa Ripasa S.A. Celulose e Papel, conforme foi justificado, para a análise das estatísticas as empresas consideradas estão distribuídas no Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de Governança Corporativa.

Foram selecionadas quatro variáveis dependentes: Dívida Bruta (DB); Passivo Exigível (PE), definido como passivo circulante mais exigível a longo prazo; Passivo Circulante (PC); Exigível a Longo Prazo (ELP). Todas as variáveis foram analisadas em relação ao Patrimônio Líquido (PL) das empresas.

A variável DB/PL permite observar o endividamento feito perante as entidades financeiras e as captações no mercado de capitais. O PC/PL e ELP/PL permitem verificar o perfil de endividamento das empresas em relação ao capital próprio e o

capital de terceiros. Embasado nas teorias sobre endividamento, financiamento e alavancagem conforme destacaram Ross, Westerfield e Jordan (2002), quanto mais financiamento por meio de capital de terceiros a empresa pode utilizar, maior será a alavancagem financeira empregada.

Assim destaca-se a importância de considerar ambas as variáveis dentro desta pesquisa e a variável PE/PL permite observar o endividamento das empresas em relação ao curto e longo prazo verificando o lado direito do balanço.

A Tabela 1 – mostra a média e o desvio padrão dos índices de endividamento das empresas pesquisadas que estão no Nível 1 de Governança Corporativa na primeira tentativa de verificar o impacto da variável sobre a Governança no modelo de estimativas utilizando o efeito fixo observa-se que as variáveis não são influenciadas pela mesma.

Observou-se ainda o desvio padrão das variáveis e notificou-se que movimento que a variáveis fazem em torno da média é relevante, entretanto não explica o impacto da Governança Corporativa sobre o financiamento, sendo assim, uma segunda tentativa foi observar *p-value* (nível de confiabilidade) na análise estatística. Abaixo segue a Tabela 1 – com a respectiva média e desvio padrão das variáveis dependentes analisadas.

Tabela 1 – Média e Desvio Padrão dos Índices de Endividamento

Variáveis dependentes	Média	Desvio Padrão
DB/PL	47,7371	160,597
PC/PL	1,90637	15,8425
ELP/PL	1,22214	5,21869
PE/PL	3,70711	30,3565

Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Econômica

Ao observar-se o *p-value* das variáveis, percebe-se que a DB/PL influencia a Governança Corporativa das empresas de Nível 1 partindo da explicação que o endividamento das empresas feito junto as entidades financeiras e mercado de capitais tem impacto sobre o financiamento das empresas que adotam os padrões do Nível 1.

O *p-value* da variável DB/PL é um coeficiente válido, desde que, se assuma o coeficiente menor que 0,05, portanto, ele será diferente de zero, ou seja, não se rejeita a hipótese de que a variável impacta o financiamento empresarial das empresas nos padrões de Nível 1 de Governança Corporativa. As outras variáveis têm um *p-value* maior que 0,05 com coeficientes iguais a zero, ou seja, rejeitando a hipótese.

A mesma análise das estatísticas foi realizada para as empresas que se encontram no Nível 2 de Governança Corporativa sendo observado o mesmo descrito acima, o interessante a destacar-se está caracterizado na análise do *p-value* para as empresas que fazem parte do Nível 2 em que verificou-se que as variáveis ELP/PL e PE/PL tem coeficientes válidos, ou seja, diferente de zero e que, portanto, impactam o financiamento empresarial das empresas que adotam os padrões do Nível 2.

Isso poderia explicar de alguma forma que o mercado entende que as empresas que adotam padrões mais elevados de Governança Corporativa têm mais disponibilidade de crédito sinalizando que essas variáveis estão diretamente relacionadas com o perfil de endividamento das empresas e tem impacto sobre o financiamento empresarial. Já as variáveis DB/PL e PC/PL não são válidas com coeficientes maiores que 0,05 não sendo consideradas com influenciadoras na Governança das empresas que fazem parte do Nível 2.

Atualmente o nível mais elevado de Governança Corporativa é chamado de Novo Mercado, no qual se verificaram que PC/PL e PE/PL são consideradas as variáveis que impactam as empresas que fazem parte desse nível de Governança Corporativa. Ambas possuem coeficientes menores que 0,05 assumindo-se a hipótese de que são diferentes de zero, impactam diretamente o financiamento empresarial das empresas no médio e longo prazo sendo importante para o mercado que as empresas que fazem parte desse nível sejam coerentes com suas obrigações junto a seus devedores.

Abaixo segue a Tabela 2 – modelo de estimativa utilizando o efeito fixo para as variáveis DB/PL, PC/PL, ELP/PL e PE/PL em cada um dos níveis de Governança Corporativa e do ativo total.

Tabela 2 – Modelo de Estimativas de Efeito Fixo

Variável dependente	Constante		Ativo total	
	Beta	p-value	Beta	p-value
Nível 1 de Governança Corporativa				
DB/PL	38,3450	0,0213	34,2317	0,0437
PC/PL	0,101888	0,9499	0,220932	0,8941
ELP/PL	0,292053	0,5835	0,339699	0,5331
PE/PL	0,299841	0,9232	0,385557	0,9036
Nível 2 de Governança Corporativa				
DB/PL	47,4064	0	38,4053	0,0038
PC/PL	2,18328	0,0507	2,31019	0,0756
ELP/PL	1,43121	0,0001	1,48535	0,0006
PE/PL	4,34834	0,0424	4,34394	0,0813
Novo Mercado				
DB/PL	52,5340	0	44,9377	0,0005
PC/PL	2,48754	0,0259	2,58027	0,0415
ELP/PL	1,45534	0	1,47509	0,0005
PE/PL	4,68613	0,0286	4,61279	0,0573

Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Economática

Verificou-se ainda se as variáveis dependentes são influenciadas pelo ativo total, percebe-se em relação à variável DB/PL que o coeficiente não é considerado válido, portanto, não impactando diretamente no crescimento do ativo total das empresas do Nível 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado. Tal coeficiente observa o endividamento das empresas feito junto aos bancos ou a emissão de títulos sendo uma forma da empresa se alavancar buscando recursos junto a terceiros.

Segundo salientaram Ross, Westerfield e Jordan (2002), a alavancagem financeira pode alterar drasticamente os resultados para os acionistas de uma empresa. Curiosamente a alavancagem financeira pode não alterar o custo geral de capital da empresa. Se isso é verdade, então a estrutura de capital da empresa é irrelevante, porque mudanças na estrutura de capital não afetarão o valor da empresa.

O mesmo foi verificado para as variáveis PC/PL, ELP/PL e PE/PL e percebe-se que não há influência sobre o ativo total com coeficientes superiores a 0,05 assumindo-se a hipótese de que são iguais a zero esse modelo de estimativa com efeito fixo são para as empresas que estão no Nível 1 de Governança Corporativa.

Em relação às empresas que estão no Nível 2 de Governança Corporativa as variáveis que impactam o ativo total das empresas foram DB/PL e ELP/PL para esse nível mais elevado de Governança sinaliza-se que o importante é o perfil do endividamento e de onde eles estão sendo extraídos de recursos próprios ou terceiros.

Para as empresas que se encontram no mais alto nível de Governança o Novo Mercado são consideradas como válidas e, portanto, influenciam o ativo total das empresas as variáveis DB/PL, PC/PL e ELP/PL isso pode significar que as condições de financiamento das empresas nesse nível são mais exigentes sendo consideradas como importante para as empresas que desejam fazer parte do Novo Mercado e sinalizando para o mercado também a importância de tomar recursos para alavancar investimentos.

Ao analisar-se o ativo total variável independente, em relação às variáveis dependentes DB/PL, PC/PL, ELP/PL e PE/PL a fim de verificar o impacto dela sobre o crescimento percebeu-se que DB/PL, ELP/PL e PE/PL são de fato influenciadas pelo ativo total, com exceção ao PC/PL que tem um coeficiente maior que 0,05, portanto não válido sendo que o ativo total não influencia a variável.

Assim como foram realizadas análises estatísticas para o modelo de estimativa fixo, o mesmo foi feito para o modelo de estimativa aleatório considerando UIT valor aleatório dependente de uma distribuição de probabilidades para análise entre e dentro do período em questão.

No modelo de estimativa aleatório considerou-se a variância para cada uma das variáveis, em relação à variância observou-se entre o grupo de empresas que fazem parte do Nível 1 de Governança Corporativa grande variação para DB/PL. Verificou-se que a variável DB/PL é que obtém a maior variação entre o grupo em relação às quatro variáveis analisadas.

Abaixo segue a Tabela 3 – modelo de estimativa utilizando o efeito aleatório para as variáveis DB/PL, PC/PL, ELP/PL e PE/PL em cada um dos níveis de Governança Corporativa e do ativo total.

Tabela 3 – Modelo de Estimativas de Efeito Aleatório

Variável dependente	Constante		Ativo total	
	Beta	p-value	Beta	p-value
Nível 1 de Governança Corporativa				
DB/PL	39,3661	0,0172	34,8378	0,0406
PC/PL	0,282330	0,8663	0,489031	0,7735
ELP/PL	0,310211	0,5704	0,382326	0,4975
PE/PL	0,565098	0,8616	0,619359	0,8593
Nível 2 de Governança Corporativa				
DB/PL	47,4615	0	38,7109	0,0031
PC/PL	2,25961	0,0546	2,51222	0,0803
ELP/PL	1,42898	0,0003	1,52783	0,0006
PE/PL	4,39730	,0675	4,44929	0,1333
Novo Mercado				
DB/PL	51,9520	0	44,0746	0,0005
PC/PL	2,28983	0,0402	2,57225	0,0400
ELP/PL	1,44488	0,0002	1,52238	0,0006
PE/PL	4,44787	0,0375	4,53423	0,0819

Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Economática

Dentro dessas variáveis analisadas DB/PL, PC/PL, ELP/PL e PE/PL para efeito aleatório a variável DB/PL é considerada válida tendo um coeficiente menor que 0,05 sendo a que influencia a Governança Corporativa das empresas que estão nesse nível. Isso se deve possivelmente ao fato de que a mesma variável quando vista pelo modelo

de estimativa fixo também influência as empresas devido a importância dessa variável nos padrões de Nível 1 de Governança Corporativa.

Novamente se observa a variável DB/PL influenciando as empresas que estão no Nível 2 de Governança Corporativa dentro do grupo no mesmo efeito descrito anteriormente, mas a diferença percebida está relacionada *p-value*, em que o coeficiente não é válido para as variáveis DB/PL, PC/PL e PE/PL, e, portanto, são maiores que a significância estabelecida de 0,05 sendo rejeitadas para efeito de impacto sobre a Governança das empresas do Nível 2.

A variável ELP/PL apresentou um coeficiente válido para efeito de explicação sobre a influência da mesma sobre a Governança Corporativa, percebe-se que no modelo de estimativa fixo a mesma variável aparece como sendo relevante para as empresas do Nível 2.

Há indícios de que a variável que reflete o perfil de endividamento das empresas nesse nível seja um fator determinante para a entrada no Nível 2 de Governança Corporativa sinalizando que existe preocupação com a forma de angariar recursos no curto e longo prazo.

Na análise envolvendo as empresas que estão no Novo Mercado há uma inversão nos resultados observados, a variável dependente DB/PL é a única entre as quatro variáveis consideradas na pesquisa a não ser válida tendo um *p-value* maior para o efeito do modelo de estimativa aleatório, já PC/PL, ELP/PL e PE/PL apresentam *p-value* menores que 0,05, estabelecido como parâmetro para a análise e comparação.

Observa-se que para as empresas que estão no Novo Mercado a variável DB/PL que permite observar o endividamento feito perante as entidades financeiras e as captações no mercado de capitais não causa impacto na Governança Corporativa e sobre a forma de financiamento confirmando o que afirmaram Modigliani e Miller, no seu trabalho *The cost of capital, corporate finance and the theory of Investment* (1958), em que apresentaram argumentos convincentes de que a estrutura de capital não afeta o valor da empresa, em outras palavras, não existe estrutura melhor ou pior para os acionistas (MACHADO, TEMOCHE e MACHADO, 2004).

Em relação às outras variáveis dependentes da pesquisa PC/PL, ELP/PL e PE/PL ficou explícito que tem *p-value* menores que 0,05 e, portanto são válidas para empresas do Novo Mercado que desejam adotar os padrões exigidos nesse nível de Governança Corporativa.

A mesma análise também foi feita para a influência do ativo total sobre o crescimento das variáveis de endividamento das empresas que se encontram em um dos níveis de Governança Corporativa, a seguir são descritas as análises para o Nível 1, Nível 2 e para o Novo Mercado.

No modelo de estimativas de efeito aleatório percebe-se uma variância dentro do grupo com destaque para DB/PL conforme havia sido comentado anteriormente em meio à análise do impacto da Governança Corporativa sobre o financiamento empresarial nesse caso considera-se como variável independente o ativo total.

Foram consideradas como coeficientes válidos, ou seja, as variáveis que possuem seu *p-value* menor que 0,05 a DB/PL e ELP/PL diferentemente do que foi observado no modelo de efeito fixo. Nota-se que ao se considerar o efeito aleatório fica claro a relevância da DB/PL para as empresas de Nível 1 de Governança Corporativa, isso pode significar o fato da grande representatividade da variável dentro do grupo em análise.

As variáveis PC/PL e PE/PL não apresentaram coeficientes válidos para o efeito da análise que se propôs a ser feito, sendo assim ficando descartadas para as empresas de Nível 1 com ínfima relevância para crescimento do ativo total das mesmas.

Para as empresas que estão no Nível 2 de Governança Corporativa a variável PC/PL que permite verificar parte do endividamento das empresas no curto prazo não é válida, ou seja, o ativo total não interfere no crescimento da variável, uma vez que a empresa poderá alavancar-se também no longo prazo e aumentar os prazos de pagamentos para seus fornecedores, dívidas a pagar entre outros.

Já as variáveis DB/PL, ELP/PL e PE/PL são válidas possuindo coeficientes menores ao que foi estabelecido e que, portanto são influenciadas pelo ativo total, uma vez que o PE/PL possibilita as empresas a verificarem todas as dívidas sendo mais amplo do que o índice de endividamento bruto.

Analisando os resultados das empresas que estão no Novo Mercado percebe-se que as variáveis DB/PL, PC/PL e ELP/PL são influenciadas pelo ativo total, ou seja, é importante para as empresas desse nível de Governança Corporativa o perfil de endividamento e como estão suas dívidas em relação ao curto e longo prazo. Isso pode se confirmar pelo fato de que esse nível de Governança apresenta padrões e obrigações mais exigentes do que os outros níveis.

A possível explicação a ser dada em relação à variável PE/PL por não apresentar-se com um *p-value* válido pode estar relacionada à sua definição que envolve o passivo circulante mais exigível a longo prazo, uma vez considerado isso que, verifica-se que ambas já se fazem presentes como válidas para efeito de análise de serem influenciadas pelo ativo total e também pelo aspecto de encargos com impostos estarem incluídos nessa variável.

Conforme foi analisado no modelo de estimativas de efeito fixo apenas as variáveis dependentes em relação ao ativo total, o mesmo foi feito para o modelo de estimativas de efeito aleatório. Observa-se o mesmo em relação ao efeito fixo, as variáveis DB/PL, ELP/PL e PE/PL são válidas possuindo coeficientes menores ao que foi estabelecido. Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2002), uma forma de ilustrar a Proposição I de Modigliani e Miller é imaginar duas empresas idênticas no lado esquerdo do balanço.

Seus ativos e suas operações são exatamente os mesmos. Os lados direitos do balanço são diferentes porque as duas empresas financiam suas operações de maneira diversa. Isso pode significar que empresas do mesmo setor apresentem o lado esquerdo do balanço patrimonial semelhantes, mas o que as diferencia é o lado direito do balanço em que estão as formas de financiamento das empresas.

A primeira tentativa utilizada para explicar os resultados foi à média e o desvio padrão das empresas pesquisadas, a segunda tentativa foi observar o *p-value* e identificar a hipótese do coeficiente igual a zero com *p-value* > 0,05 seria considerado coeficiente não válido e se fosse coeficiente diferente de zero o *p-value* < 0,05 seria coeficiente é válido.

Ao rodarem-se gráficos de série temporal por grupo no *software* GRETl para as variáveis dependentes DB/PL, PC/PL e ELP/PL e PE/PL percebeu-se que existiam picos que causavam discrepâncias nos resultados gráficos das mesmas.

A fim de esmerar a análise tais nuances foram corrigidas e rodadas novamente no *software*, para o mesmo, foram retidas da análise as empresas que causavam às discrepâncias. As empresas que apresentaram discrepâncias na amostra causando os

picos foram Cia. Brasileira de Distribuição e Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. ambas do Nível 1 de Governança Corporativa.

A intenção ao retirarem-se os picos que as empresas causavam na amostra e que de certa forma tornava-a inconsistente foi para comprovar que o ativo total influencia a variável DB/PL das empresas de Nível 2 de Governança Corporativa.

Na primeira análise foram consideradas as 42 empresas analisadas no estudo, ao verificar-se que existiam os picos retiraram-se duas empresas e a nova amostra considerada passou a contar com 40 empresas sendo 8 do Novo Mercado, 8 do Nível 2 e 24 do Nível 1 de Governança Corporativa.

Percebeu-se que ao retirar da amostra as empresas que causavam as nuances observadas no gráfico de série temporal por grupo para cada uma das variáveis dependentes alcançou-se uma amostra mais confiável de ser defendida e analisada para os efeitos a que se propôs discutir nesse estudo no qual se notou que duas empresas com resultados discrepantes modificaram a essência esperada da amostra, felizmente a eliminação dos picos normaliza a amostra e torna-a mais confiável de ser analisada.

Em suma, o ativo total passou a influenciar os resultados das empresas observadas em relação ao Nível 2 de Governança Corporativa que antes das discrepâncias não era influenciado pelo ativo total considerando essa análise.

Os gráficos de série temporal por grupo das variáveis dependentes podem ser consultados no anexo A e encontram-se na seguinte ordem Gráfico da série temporal da variável e Gráfico da série temporal da variável eliminando-se os picos que mostra a diferença gráfica da análise com as 42 empresas e com 40 empresas sem considerar as duas empresas que causaram as discrepâncias observadas nos picos.

Conclusões

Apresentam-se, a seguir, as conclusões a que se chegou a partir da análise dos resultados obtidos. São objetivos específicos do estudo: relacionar o perfil de endividamento com alavancagem, identificar o impacto da adoção de níveis mais elevados de Governança Corporativa sobre o financiamento e contribuir com novos avanços, relacionados ao financiamento das empresas e a Governança Corporativa com a finalidade de ampliar o conhecimento, nesse campo de estudo em finanças.

Em relação ao primeiro objetivo específico relacionar perfil de endividamento das empresas listadas na Bovespa em um dos três níveis de Governança Corporativa o observado a partir da análise de estatísticas do modelo de estimativas de efeito fixo mostra que a primeira tentativa de explicar o impacto da Governança Corporativa sobre o financiamento empresarial observado apenas a média e o desvio padrão podem ser melhoradas atentando-se para uma análise do *p-value* respectivamente auferido nos níveis das empresas pesquisadas. Ao observar-se o *p-value* das variáveis, percebe-se que a DB/PL influencia a Governança Corporativa das empresas de Nível 1, ou seja nesse nível é relevante a forma de endividamento. Verificou-se ainda que as variáveis dependentes são influenciadas pelo ativo total, percebe-se em relação à variável DB/PL que o coeficiente é considerado válido tendo impacto diretamente no crescimento ativo total das empresas.

Para as empresas que se encontram no Nível 2 de Governança Corporativa as variáveis que impactam o ativo total das empresas foram DB/PL e ELP/PL, observa-se as empresas que adotam os padrões de Governança do Nível 2 precisam estar atentas em

relação ao perfil de endividamento que tem sobre tudo no longo prazo devendo sinalizar para o mercado possivelmente que se encontra saudável para cumprir com suas obrigações no futuro.

Ao observar-se o mais alto nível de Governança Corporativa, Novo Mercado, as variáveis DB/PL, PC/PL e ELP/PL apresentaram-se passíveis de serem acompanhadas de perto, significando que as obrigações das empresas nesse nível são maiores com o mercado e que a alavancagem financeira das mesmas pode sinalizar para o mercado a importância de angariar recursos para investimentos na empresa.

Importante a ser destacado é que o PE/PL não se mostrou influenciado pela Governança Corporativa nos Níveis 1 e 2 o que pode ser explicado pelo fato de os encargos com impostos e demais contas de cunho legal e social estarem incluídos nessa conta do balanço patrimonial. Em relação ao segundo objetivo observa-se que o impacto é positivo sobre as empresas que adotam níveis mais elevados de Governança Corporativa, ou seja, para elas o financiamento empresarial acontece com maior facilidade e credibilidade.

As empresas que recorrem a terceiros para angariar empréstimos tem chances mais claras de conseguirem e assim há possibilidades de alavancagem e ampliação de investimentos. Para o modelo de estimativas de efeito aleatório observou-se que as variáveis DB/PL, ELP/PL e PE/PL influenciam os níveis de Governança Corporativa das empresas. Verificou-se o impacto da Governança Corporativa sobre o financiamento empresarial em relação a quatro variáveis de endividamento das empresas, os resultados mostraram que padrões mais altos de Governança impactam positivamente o financiamento empresarial, contribuem para o alongamento dos prazos diminuindo o passivo circulante.

Em relação ao terceiro objetivo considera-se que a pesquisa atingiu ao objetivo a que se propôs e pode contribuir com um pouco mais sobre Governança Corporativa e financiamento empresarial ampliando o conhecimento dessa área em Finanças.

Ao rodarem-se gráficos de série temporal por grupo para cada uma das variáveis dependentes observou-se que existiam picos causados por discrepâncias entre as empresas analisadas para corrigir os vieses retiraram-se as empresas que causavam as nuances e obteve-se uma amostra mais confiável que comprovou a influência do ativo total sobre a variável DB/PL das empresas de Nível 2 de Governança Corporativa.

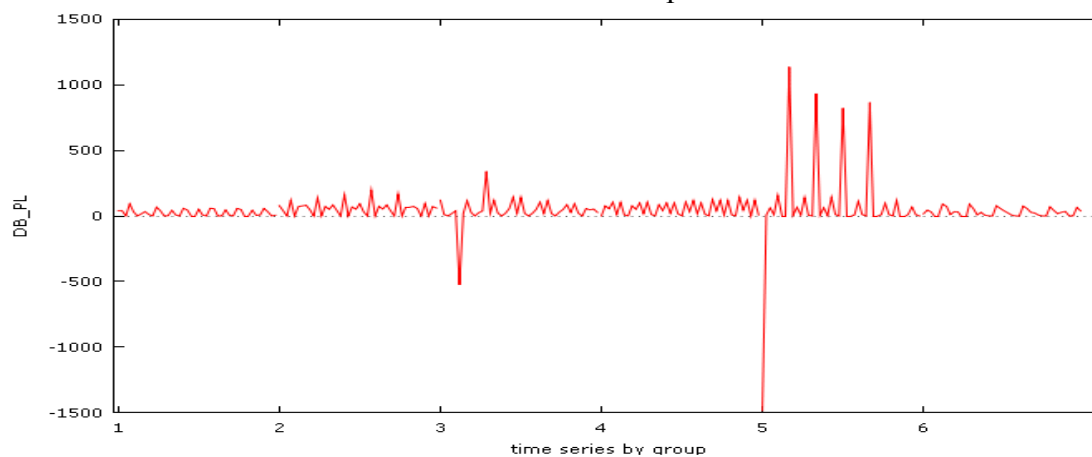
A tentativa de aprimorar a amostra mostrou que os vieses podem atrapalhar a veracidade de uma amostra, chama à atenção que as empresas retiradas da análise mudaram os resultados, anteriormente a variável dependente DB/PL não era influenciada pelo ativo total ao eliminarem-se os picos a variável mostrou-se influenciada pelo ativo total.

Assim conclui-se que as empresas que adotam padrões mais elevados de Governança Corporativa dispõem de condições mais favoráveis de angariar crédito, também fica explícito que não vai bastar apenas considerar os aspectos financeiros, mas aqueles que envolvam as boas práticas no relacionamento entre acionistas, Conselho Administrativo e a própria empresa, adotar mecanismos de segurança e transparência para evitar fraudes ou informações privilegiadas, ou seja, adotar padrões de Governança.

O futuro possivelmente irá reservar maior credibilidade para as empresas que aderirem aos padrões mais elevados de Governança Corporativa que não só influenciará o financiamento empresarial, mas todo o desempenho financeiro das empresas.

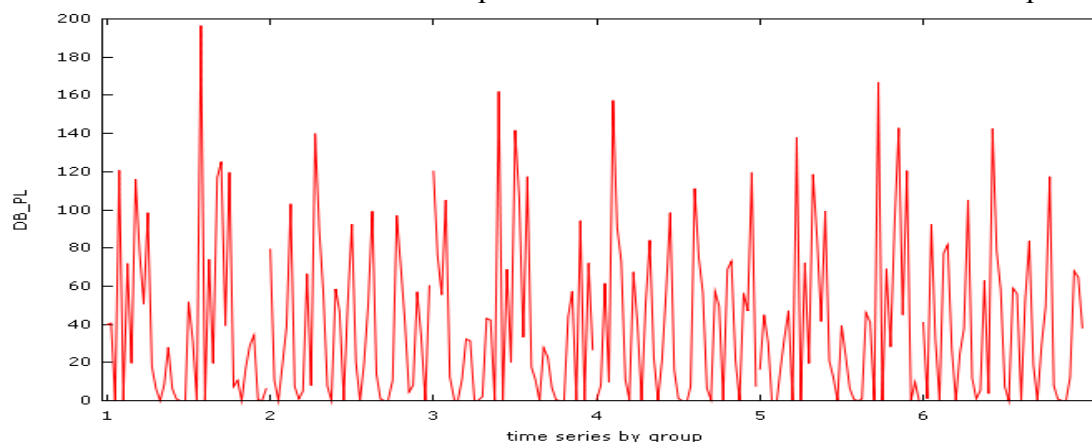
Anexo A - Gráfico das Variáveis

Gráfico A1 – Gráfico da série temporal da variável DB/PL



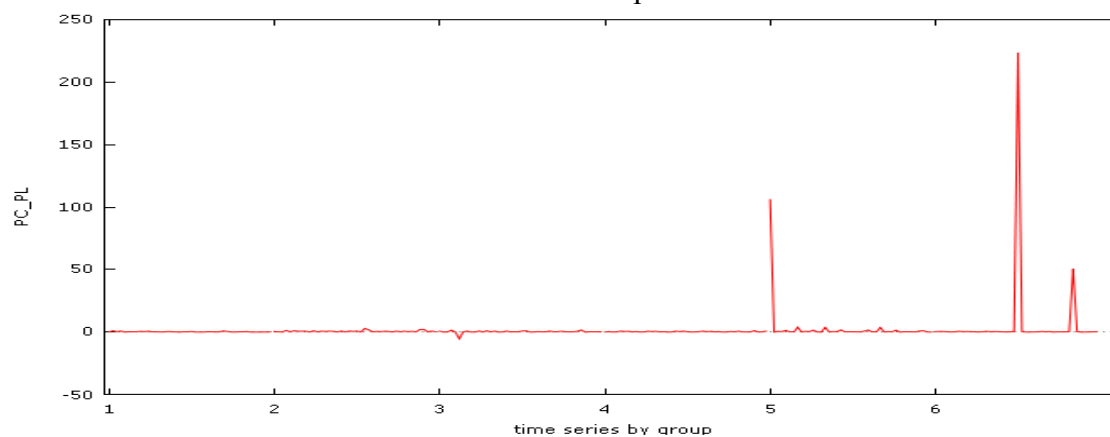
Fonte: Gerado no GRETl a partir dos dados da Económica

Gráfico A2 – Gráfico da série temporal da variável DB/PL eliminando-se os picos



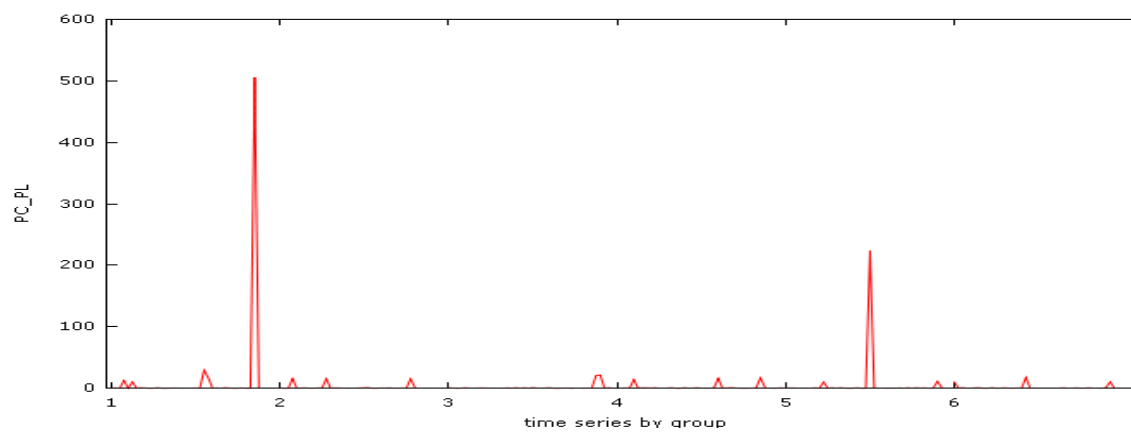
Fonte: Gerado no GRETl a partir dos dados da Económica adaptado pelos autores

Gráfico A3 – Gráfico da série temporal da variável PC/PL



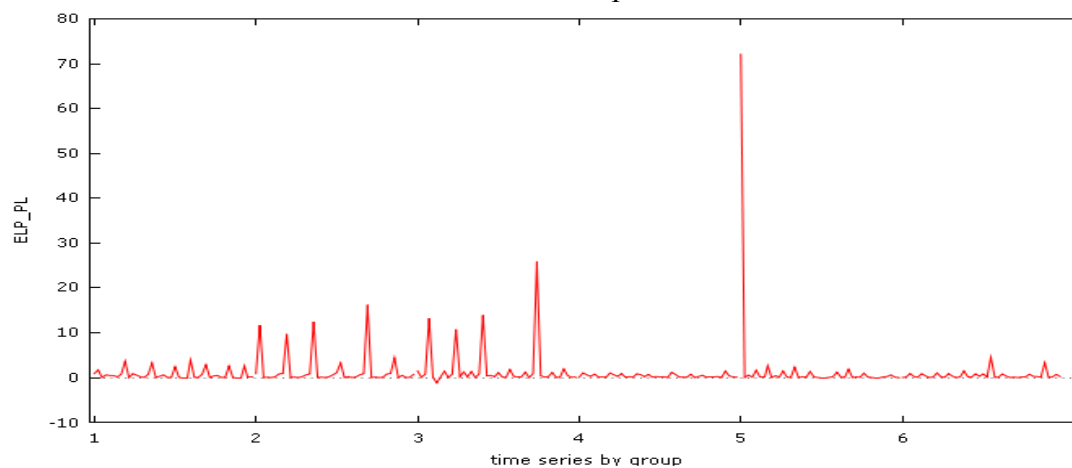
Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Economática

Gráfico A4 – Gráfico da série temporal da variável PC/PL eliminando-se os picos



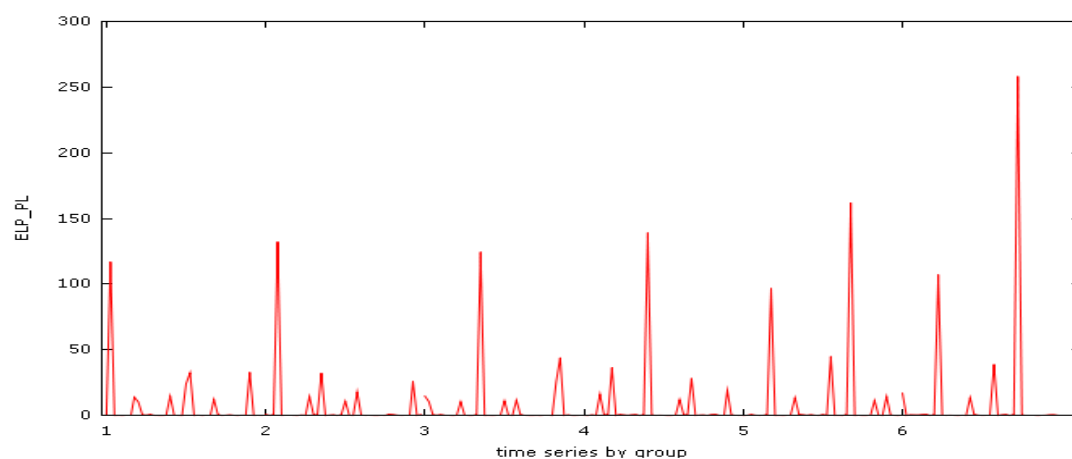
Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Economática adaptado pelos autores

Gráfico A5 – Gráfico da série temporal da variável ELP/PL



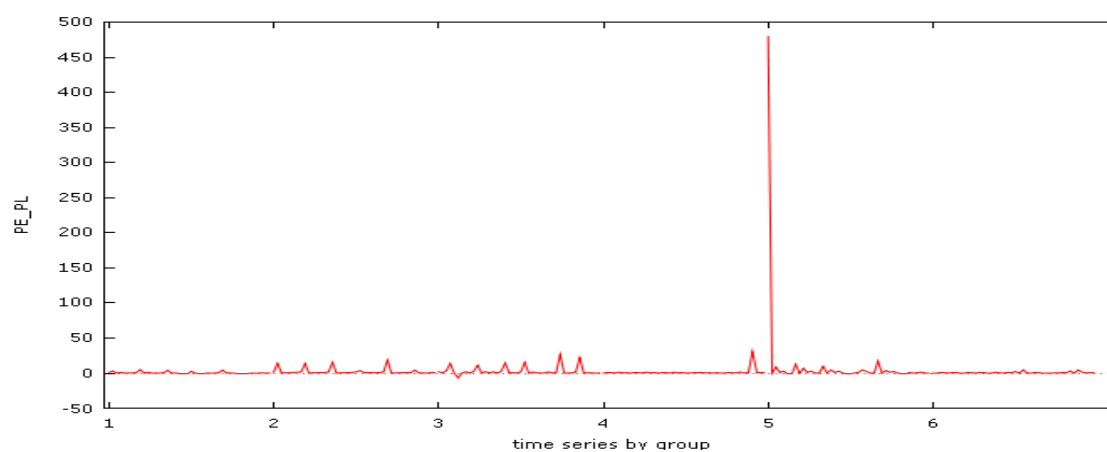
Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Economática

Gráfico A6 – Gráfico da série temporal da variável ELP/PL eliminando-se os picos



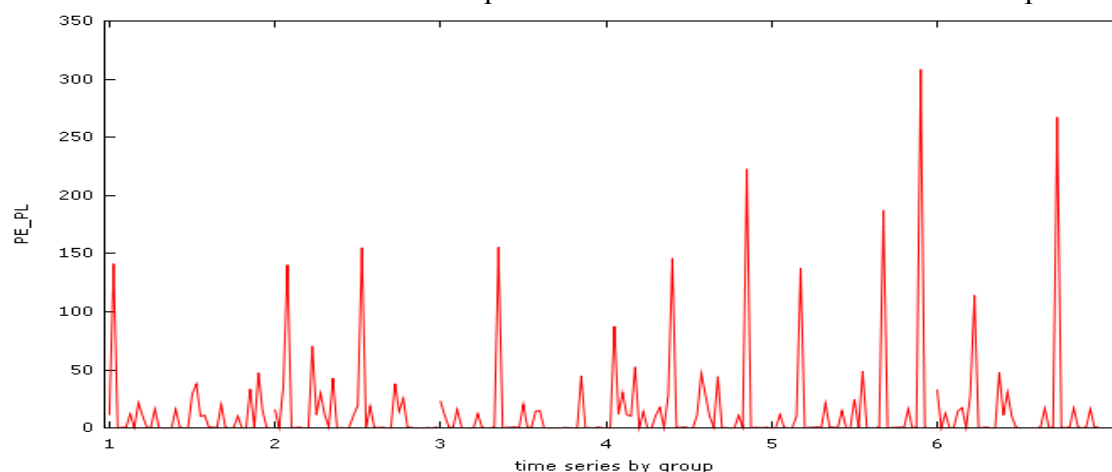
Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Económica adaptado pelos autores

Gráfico A7 – Gráfico da série temporal da variável PE/PL



Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Económica

Gráfico A8 – Gráfico da série temporal da variável PE/PL eliminando-se os picos



Fonte: Gerado no GRETL a partir dos dados da Económica adaptado pelos autores

Referências Bibliográficas

- BERTIN, Marco E. J; WATSON, Gregory H; FEIGENBAUM, Armand V; ANDERSEN, Bjorn; STRACHAN, Hugo R; OLIVER, Maria E; ZAIRI, Mohamed; BASHIR, Neelum; TARANTO, Norberto C; FOGUEL, Sergio; CONTI, Tito. *Governança corporativa: excelência e qualidade no topo* / tradução Celso Roberto Paschoa. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2007.
- BRIGHAM, Eugene F; HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da moderna administração financeira* / tradução Maria Imida da Costa e Silva, Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- CICOGNA, Maria Paula Vieira; TONETO, Rudinei Junior; VALLE, Maurício Ribeiro do. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. *RAUSP – Revista de administração USP*, v. 42, nº 1, jan./fev./mar. 2007, p.52-63.
- FAMÁ, Rubens; GRAVA, J. William. Teoria da estrutura de capital – as discussões persistem. *Caderno de pesquisas em administração*, São Paulo, v. 1 nº 11, 1º trim./ 2000, p. 27-36.
- KAYO, Eduardo Kazuo; FAMÁ, Rubens. A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *RAUSP – Revista de administração USP*, vol. 39, nº 2, abr./maio/jun. 2004, p.164-176.
- MACHADO, Márcio André Veras; TEMOCHE, César Augusto Ruiz; MACHADO, Márcia Reis. Determinantes da estrutura de capital das pequenas e médias empresas industriais da cidade de João Pessoa/PB. In: *Enanpad 2004. Anais dos resumos dos trabalhos*. Curitiba, Paraná, 2004. 17p.
- PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens FAMÁ, Rubens. Fatores determinantes da estrutura de capital para empresas latino-americanas. *RAC – Revista de Administração Contemporânea*, v. 7, nº 1, jan./mar. 2003, p.09-35.
- RICHARDSON, Roberto Jarry e colaboradores. *Pesquisa Social métodos e técnicas*, 3 ed. Altas S.A, 1999.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira: corporate finance*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- STOCK, James H; WATSON, Mark W. *Econometria*. São Paulo: Pearson/Addison Wesley, 2004.