

Análise da Relação entre Intangibilidade e Níveis de Governança Corporativa

JULIANA MOLINA QUEIROZ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO (UFRJ)
julianamolina@gmail.com

EDSON VINICIUS PONTES BASTOS

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO (UFRJ)
bastos.2om@gmail.com

ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE INTANGIBILIDADE E NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

1. INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa é reconhecida na literatura como uma das formas de mitigar o chamado “conflito de agência”. Pode ser utilizada como uma alternativa que serve para superar o conflito de interesses entre os agentes envolvidos e interessados nas atividades das empresas. Este conflito ocorre a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial (BERLE e MEANS, 1932).

Segundo Bushman e Smith (2001), a divulgação dos relatórios financeiros é uma produção de informações que são distribuídas ao mercado servindo como uma forma de diminuir a assimetria informacional entre os agentes. A assimetria informacional, a qual existe porque alguns indivíduos possuem informações privilegiadas e distintas dos outros agentes, pode ser diminuída por meio da evidenciação dos números contábeis que gera maior transparência.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) indica que a maior transparência é assegurada aos sócios quando se tem melhores práticas de Governança Corporativa. Sendo assim, a melhor evidenciação dos números contábeis leva a maiores níveis de Governança Corporativa.

Lopes (2005) indica que as empresas com maior poder explicativo dos números contábeis, ou seja, melhor evidenciação, apresenta maior intangibilidade. Este estudo analisa o relacionamento da divulgação de uma informação em particular: Ativo Intangível, com os níveis de Governança Corporativa.

Machado e Famá (2011) pesquisaram a relação entre Ativos Intangíveis e Governança Corporativa por meio de uma análise qualitativa com o intuito de verificar o nível médio de intangibilidade das companhias listadas na BM&FBOVESPA nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa. Os resultados indicaram que as companhias que aderem ao mais alto nível de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA apresentaram em média maior intangibilidade.

Além desses autores, Moura et al.(2013) também encontraram que as empresas maiores possuíam maior conformidade quanto ao *disclosure* obrigatório de ativos intangíveis.

Segundo Lev e Amir (1996), deve-se considerar que as empresas que possuem alta concentração de ativos intangíveis são classificadas como pertencentes à Nova Economia. Diante de tais evidências, surge um incentivo de pesquisar se existe um padrão de que empresas que são consideradas da Nova Economia se encontram no nível de Governança Corporativa superior. Surge assim o problema de pesquisa: **Qual a relação entre maior intangibilidade e classificação em níveis superiores de Governança Corporativa nas entidades?** Assim, o objetivo deste estudo é verificar como a intangibilidade afeta a propensão de uma empresa ser classificada em um nível superior de Governança Corporativa.

Diante do problema e do objetivo de pesquisa, pode-se formular a principal Hipótese de Pesquisa deste trabalho: **H1: O nível mais elevado de intangibilidade tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.** Há a premissa de que empresas com maiores níveis de intangibilidade divulguem de forma mais adequada as suas informações contábeis (LOPES, 2005; MACHADO e FAMÁ, 2011; MOURA et al., 2013; LEV e AMIR, 1996), e, por isso, pertençam a mais altos níveis de Governança Corporativa.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Governança Corporativa

A Governança Corporativa foi criada nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha e, segundo Carvalhal da Silva (2005, p. 15) a denominação “Governança Corporativa” se tornou popular após os anos 90. Andrade e Rossetti (2004) indicam também que em 1995 foi editado o primeiro livro que continha a designação “*Corporate Governance*” de autoria de R. Monks e N. Minow, apesar de a expressão ter sido utilizada anteriormente, pela primeira vez em 1991 e, em 1992 ter sido definido o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa.

O termo foi desenvolvido com o intuito de definir as regras que regem o relacionamento dentro das empresas, levando em consideração os interesses dos acionistas, controladores, acionistas minoritários e administradores (MOURA et al., 2013). Segundo esses autores, a Governança Corporativa tem sido estudada amplamente por diversos pesquisadores nacionais e internacionais, pois é reconhecida amplamente como um fator importante para a comercialização das ações das empresas no mercado de capitais. A Governança Corporativa é importante principalmente em empresas com capital aberto, pois foi desenvolvida com o intuito de dirimir os problemas de agência.

O problema de agência surge quando nem todos os agentes envolvidos com a empresa possuem as mesmas informações. Cada agente possui seus interesses pessoais, e ao coloca-los em primeiro lugar, utilizam informações privilegiadas, podendo prejudicar os outros interessados no andamento da organização. Berle e Means (1932) fizeram a primeira sustentação dos conflitos de agência, ao determinar que a Teoria Clássica da Firma não existe, a qual indica que há somente um único proprietário da empresa, e que ele também é o administrador da companhia. Na realidade, segundo os autores, existem dois atores: O Principal (acionista) e o Agente (executivo) com diferentes interesses, surgindo assim os conflitos de agência e a assimetria informacional que permeiam as organizações. Sendo assim, entendendo a Governança Corporativa como um mecanismo que visa diminuir a assimetria informacional, o investidor deve se cercar do maior número possível de instrumentos para evitar que seja expropriado pelo administrador (JOHNSON et al., 2000; LOPES, 2012).

Segundo Shleifer e Vishny (1997) a Governança Corporativa busca caminhos para garantir que os fornecedores dos recursos (investidores) obtenham o retorno esperado sobre os seus investimentos. Pode ser verificado que a Governança Corporativa surgiu com o intuito de diminuir esses problemas de agência entre o acionista e o administrador. Os autores se restringiram a um conflito de interesses, porém, é possível e provável que surjam conflitos entre outros autores que garantirão a existência dos problemas de agência.

Lodi (2000, p.136) inclui outros interessados e faz outra definição da Governança Corporativa, tratando-a como um termo que é dado a um sistema de gestão de relações entre Conselho de Administração, majoritários, minoritários, diretoria da empresa, acionistas e os auditores externos independentes.

Jensen (2001) define a Governança como uma estrutura de controle de alto nível, a qual consiste nos “direitos de decisão do Conselho de Administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do Conselho de Administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros”.

De acordo com o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) a:

“Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações

objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.”

Oliveira (2006, p. 17) afirma que Governança Corporativa melhora o modelo de gestão, pois facilita o acesso às informações básicas de todas as partes interessadas protegendo assim, os acionistas, clientes, fornecedores, funcionários e governo, por meio de um conjunto de práticas administrativas que otimizam o desempenho das empresas com seus negócios, produtos e serviços. Algumas informações básicas da empresa podem ser evidenciadas por meio dos relatórios contábeis, os quais, segundo Lopes e Iudícibus (2012), corroborando com Bushman e Smith (2001) os indicam como mecanismos alternativos a Governança Corporativa na redução do impacto dos conflitos de agência.

Diante do exposto, a divulgação dos relatórios financeiros serve como uma forma de controlar as ações dos agentes internos às empresas, pois tais relatórios são feitos com o intuito de informar a todos os usuários e interessados nas atividades empresariais. No *site* da Bolsa de Valores de São Paulo fica clara a importância da divulgação mais completa e em acordo com as normas:

“Os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 - foram criados no momento em que percebemos que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas.”

Todos os segmentos prezam por rígidas regras de Governança Corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, o risco é reduzido.”

Segundo Iudícibus (2004, p. 129), a divulgação dos relatórios financeiros busca apresentar informações quantitativas e qualitativas de maneira ordenada a fim de proporcionar uma base adequada de informações para os usuários. Sendo assim, as empresas passam a evidenciar mais a fim de atender aos órgãos reguladores (evidenciação obrigatória) ou para demonstrar maior transparência na sua administração (evidenciação voluntária).

Alguns autores relacionaram os níveis de Governança Corporativa com características econômico-financeiras e de mercado (GORGA E GELMAN, 2012; DA SILVA e LEAL, 2005; GROH et al., 2010; DEMSETZ e VILLALONGA, 2001; BLACK et al., 2010, BORTOLON, 2013). Em especial Machado e Famá (2011) pesquisaram dois elementos muito debatidos pela comunidade acadêmica: Ativos Intangíveis e Governança Corporativa. O objetivo do trabalho foi verificar o nível médio de intangibilidade das companhias listadas na BM&FBOVESPA nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa. Foi constatado que no período de 2002 a 2007 tendo o índice de intangibilidade como variável de pesquisa, as companhias que aderem ao mais altos níveis de Governança Corporativa apresentaram em média maior intangibilidade.

Além desses autores, Moura et al. (2013) também encontraram resultados que demonstraram que entre as maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa, aquelas com melhores práticas de Governança Corporativa possuíam maior conformidade quanto ao *disclosure* obrigatório sobre os ativos intangíveis.

Empresas que possuem altos percentuais de ativos intangíveis em relação ao seu Ativo Total são consideradas empresas pertencentes à Nova Economia, assim como aquelas com menor percentual de intangíveis são classificadas como da Velha Economia (LEV e AMIR, 1996).

2.2 Velha e Nova Economia

As empresas possuem modelos econômicos distintos quando se trata de divulgação do intangível. Neste trabalho, o fator fundamental para a comparação das empresas, foi a distinção de empresas que possuem características da Velha Economia e Nova Economia.

As empresas consideradas do setor tradicional fazem transações comerciais de produtos de origem primária (commodities). Segundo Matias e Freitas (2003) a expressão “commodity” é atribuída a um produto com disponibilidade para comercialização, e exige assim, sistemas de transporte e logística adequados para a sua comercialização, capacitando a venda e transformando rapidamente a mercadoria em dinheiro em qualquer parte do mundo. Sendo assim, essas empresas compõem o ativo, em sua maior parte, com imobilizados, principalmente em máquinas e equipamentos, e por isso são consideradas integrantes da Velha Economia.

A Nova Economia engloba empresas cujo produto é baseado nas redes de informação, onde o intangível é, geralmente, maior que o ativo imobilizado e tem grande expressividade no ativo da empresa. Na nova economia, os ativos intangíveis têm um papel progressivamente dominante na geração de riqueza em âmbito empresarial e, desta forma, constituem um relevante aspecto a ser considerado no campo da avaliação e da gestão de negócios.

Lopes e Rezende (2001) fizeram um estudo e constataram que em uma amostra de empresas, nos períodos de 1998 e 1999, o poder explicativo dos números contábeis das empresas consideradas da Nova Economia eram superiores ao das empresas da Velha Economia (LOPES e REZENDE, 2001).

A divulgação desses números contábeis, as quais finalizam o processo contábil, segundo Lopes e Iudícibus (2012), é relevante para “distribuir informação para todos os potenciais participantes” envolvidos nas atividades das empresas. Assim, a contabilidade serve como instrumento alternativo à Governança Corporativa proporcionando maiores níveis de Governança Corporativa nas empresas com maior divulgação contábil.

A relação de uma maior divulgação contábil de ativos intangíveis e níveis superiores de Governança Corporativa foi comprovada por Machado e Famá (2011) e Moura et al. (2013). O estudo de Machado e Famá (2011) analisou a relação do valor dos ativos intangíveis e os níveis de Governança Corporativa. Deve-se considerar que tal estudo analisou os dados de intangíveis antes da obrigatoriedade das normas internacionais – *IFRS (International Financial Reporting Standards)* a qual definiu o tratamento contábil dos ativos intangíveis por meio da emissão do Pronunciamento Técnico CPC 04 em 2008. O presente trabalho faz uma análise após o início do processo de internacionalização.

O estudo de Moura et al. (2013), por sua vez, analisou o *disclosure* obrigatório do ativo intangível em relação aos níveis de Governança Corporativa. Tal estudo não utilizou o índice de intangibilidade, o qual relaciona o valor informado do Ativo Intangível com o Ativo Total. Neste trabalho, será analisada a relação da intangibilidade das empresas com os níveis de Governança Corporativa, além de analisar outras características econômico-financeiras que influenciam a Governança Corporativa. Tais características são descritas e sustentadas teoricamente a seguir.

2.3 Características econômico-financeiras na Governança Corporativa

As características econômico-financeiras foram incluídas na análise como variáveis de controle. As variáveis são: Endividamento, Ebit e Tamanho. Tais características são

consideradas como influenciadores dos níveis de Governança Corporativa e são sustentadas empiricamente a seguir.

2.3.1 Endividamento

Silveira et al. (2008) investigaram empiricamente a influência das práticas de Governança Corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. Em seu estudo foi analisado se a estrutura de capital pode influenciar a adoção pela empresa de certas práticas de Governança Corporativa. Os resultados indicaram que há significativa influência, com sentido positivo, das práticas de Governança sobre a alavancagem financeira, em especial a dimensão estrutura de propriedade. Os autores sugerem que diante de tal resultado, a estrutura de capital das empresas, o que inclui o seu endividamento, é uma possível determinante da Governança Corporativa, devido a possível causalidade entre esses constructos de interesse. Portanto, espera-se uma relação negativa entre endividamento e níveis superiores de Governança Corporativa.

H2: O nível de endividamento tem relação negativa com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.

2.3.2 Ebitda

Bortolon (2013) pesquisou as motivações da comum existência de estruturas piramidais de controle nas empresas brasileiras, as quais representam uma forma de desvio do princípio “uma ação, um voto”, que é reconhecido como boa prática de Governança Corporativa (IBGC, 2009). Para a análise, a autora utilizou variáveis econômico-financeiras e de estrutura de propriedade, utilizando regressões lineares múltiplas e modelos logit. Seus resultados sugerem que o lucro operacional tem relação negativa com o desvio de direitos. Desta forma, as empresas com menor lucro operacional tendem a apresentar maiores desvios de direitos, ou seja, menor Governança Corporativa. Portanto, espera-se uma relação negativa entre o Ebitda e níveis superiores de Governança Corporativa.

H3: O Ebitda tem relação negativa com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.

2.3.3 Tamanho

Segundo Carvalho (2012), a prática do acordo de acionistas assume uma importante função para mitigar os conflitos de interesses, ou seja, melhorar a Governança Corporativa. Este autor sugeriu que existe efeito positivo e significativo na probabilidade de que as empresas que possuem acordos de acionistas tenham maior tamanho e maior adesão ao segmento do Novo Mercado. Ainda Silveira et al. (2009), em conformidade com os achados de Demsetz e Villalonga (2001), encontrou que empresas maiores possuem mais recursos para investir em mecanismos mais sofisticados de Governança Corporativa. Para fins deste estudo utilizou-se o log do Ativo para tamanho. Espera-se que empresas maiores possuam maiores níveis de Governança Corporativa.

H3: O Tamanho tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra

O estudo faz uma análise quantitativa utilizando os dados das 195 empresas que apresentaram todas as informações necessárias para o modelo proposto no estudo, no ano de 2013, informações estas coletadas no Banco de dados Comdinheiro. O período de corte da análise foi o ano de 2013 devido ao fato de não se ter os dados de classificação de segmento de Governança Corporativa para anos anteriores, portanto não se tentou associar a classificação atual com os dados passados.

3.2 Variável Dependente – Níveis de Governança Corporativa

O nível de Governança Corporativa será representado por uma variável binária que assume valor 1 para as empresas cujo nível de Governança Corporativa era Novo Mercado e Nível 2 e, 0 para os níveis inferiores.

3.3 Variáveis Explicativas

Primeiramente foi calculado o índice de intangibilidade das empresas, o qual relaciona o valor informado do Ativo Intangível com o Ativo Total com o intuito de selecionar as empresas com menor e maior intangibilidade. As empresas foram classificadas de acordo com uma análise de quartis, sendo consideradas em ordem decrescente em relação aos índices de intangibilidade. As empresas com maiores valores de intangíveis encontram-se no primeiro quartil, sendo as representantes da Nova Economia, constituindo a variável *dummy* Nveco.

O quadro a seguir descreve as demais variáveis explicativas que serão utilizadas no modelo:

Quadro 1: Composição das variáveis

Variável	Nome	Descrição
Ebitda	Ebitda	<i>Proxy</i> de disponibilidades (substituta do lucro operacional) que tem relação inversa com desvios de direitos
Endiv	Endividamento	Percentual de ativo que é financiado pelo passivo
Tam	Ativo	Logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total

Fonte: Própria autoria.

Tendo coletado as variáveis supracitadas, devidamente suportadas pela teoria, é possível formular um modelo econométrico, o qual será descrito abaixo.

3.4 Modelo Econométrico

Primeiramente, foi feita uma análise descritiva das variáveis selecionadas como características da empresa que poderiam influenciar no nível de Governança Corporativa da empresa. Em seguida, foi utilizado o modelo econométrico de regressão logística que também é conhecido como logit. O logit é uma técnica estatística que analisa a probabilidade de ocorrência de uma observação dependendo de suas variáveis explicativas métricas ou não métricas. Possui como variável dependente uma *dummy* que assume valor 1 para o sucesso e 0 para insucesso (FÁVERO et al., 2009). Neste trabalho, o valor 1 na variável dependente indica que a empresa foi classificada em níveis de Governança Corporativa do Novo Mercado ou Nível 2, e 0 para as demais classificações. A intenção de fazer essa análise neste trabalho é identificar

qual a probabilidade de uma empresa estar classificada com melhor Governança Corporativa a partir de suas características de intangibilidade, valor de ebitda, endividamento e tamanho.

Para a realização da análise estatística logit foi utilizado o software Stata para gerar os dados da estatística descritiva e rodar a regressão logística, conforme a equação abaixo:

$$NGov_i = \beta_0 + \beta_1 NvECO_i + \beta_2 Ebitda_i + \beta_3 Endiv_i + \beta_4 Tam_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

Em que:

NGov: variável *dummy* que representa o nível de Governança Corporativa em que a empresa está classificada de acordo com a listagem da BMF&BOVESPA, sendo 1 para empresas classificadas no Novo Mercado ou Nível 2, e 0 para os demais níveis;

NvECO: variável *dummy* que indica se a empresa pertence a Nova Economia, sendo 1 para as empresas classificadas no 1º quartil (Nova Economia) e 0 para as demais;

Ebitda: *Proxy* de disponibilidades (substituta do lucro operacional);

Endiv: indicador Percentual de ativo que é financiado pelo passivo; e

Tam: logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total.

4 RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

Utilizando os softwares Stata® e Microsoft Excel®, com base nos procedimentos relatados no tópico anterior, apresentam-se as estatísticas descritivas na tabela 1.

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Obs	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Min	Max
NGov	195	0.5026	-	-	-	-
Endiv	195	0.7227	0.6204	1.0296	0.0054	13.8850
Tam	195	14.8843	15.0491	1.7908	6.2897	20.4395
Ebitda	195	12.4843	12.7776	2.0709	3.4340	17.9558
NvEco	195	0.26154	-	-	-	-

Em que: **NGov** é uma variável *dummy* que representa o nível de Governança Corporativa em que a empresa está classificada de acordo com a listagem da BMF&BOVESPA, sendo 1 para empresas classificadas no Novo Mercado ou Nível 2, e 0 para os demais níveis; **Endiv** é o indicador Percentual de ativo que é financiado pelo passivo; **Tam** é o logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total; **Ebitda** é a *Proxy* de disponibilidades (substituta do lucro operacional); **NvECO** é a variável *dummy* que indica se a empresa pertence a Nova Economia, sendo 1 para as empresas classificadas no 1º quartil (Nova Economia) e 0 para as demais; e; Sobre os asteriscos, *** p< 0.01, ** p<0.05, e * p<0.10.

Cabe destacar que metade das observações possui melhores níveis (Novo Mercado ou Nível 2) de Governança Corporativa, que é a variável dependente do estudo, assim como pressupõem o método estatístico utilizado. Ainda, analisando as médias em relação às medianas, é possível ter uma ideia da distribuição das variáveis, ainda que a normalidade não seja uma premissa do modelo de regressão logística.

4.2 Correlação de Pearson

A correlação de Pearson, apresentada na Tabela 2, representa a relação linear relativa entre duas variáveis. Segundo Fávero et al.(2009), por meio dela é possível verificar a existência de problemas de alta colinearidade entre as variáveis explicativas.

Tabela 2: Correlação de Pearson das variáveis.

Variáveis	Endiv	Tam	ebitda
Endiv	1		
Tam	-0.3501	1	
Ebitda	-0.2112	0.8649	1

Em que: **Endiv** é o indicador Percentual de ativo que é financiado pelo passivo; **Tam** é o logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total. Sobre os asteriscos; e, **Ebitda** é a *Proxy* de disponibilidades (substituta do lucro operacional), e; Sobre os asteriscos, *** p< 0.01, ** p<0.05, e * p<0.10.

Com base nos resultados é possível identificar que há uma correlação alta (0,86) entre as variáveis Tamanho e Ebitda, o que enseja dizer que empresas maiores apresentam maiores valores de Ebitda.

4.3 Resultados das Regressões

A Tabela abaixo apresenta os resultados das regressões logísticas utilizadas para responder o problema de pesquisa. Primeiramente foi rodada a regressão com todas as variáveis supracitadas e, em seguida, dada a presença de forte correlação entre as variáveis Ebitda e Tamanho, optou-se por omitir a primeira e rodar novamente o logit. A primeira linha apresenta o coeficiente logit estimado, em seguida, os erros-padrão e, então, a razão de chance que constitui uma forma mais fácil de ser interpretada.

Tabela 3: Regressões logísticas.

	Nveco	Endiv	Ebitda	Tam	Constante	Obs.	Prob>Chi2	R2 Mc Fadden
<i>Coef.</i>	-1.432***	-0.0377	0.269	0.257	-6.790***			
(1) <i>Std errors</i>	(0.449)	(0.350)	(0.170)	(0.205)	(1.886)	195	0.0001	9.16%
<i>Odds Ratio</i>	4.1871	1.0384	1.3087	1.2930	888.9135			
<i>Coef.</i>	-1.383***	-0.0169		0.527***	-7.470***			
(2) <i>Std errors</i>	(0.445)	(0.366)		(0.127)	(1.856)	195	0.0001	8.15%
<i>Odds Ratio</i>	3.9868	1.0170		1.6938	1754.6065			

Em que: **NGov** é uma variável *dummy* que representa o nível de Governança Corporativa em que a empresa está classificada de acordo com a listagem da BMF&BOVESPA, sendo 1 para empresas classificadas no Novo Mercado ou Nível 2, e 0 para os demais níveis; **Endiv** é o indicador Percentual de ativo que é financiado pelo passivo; **Ebitda** é a *Proxy* de disponibilidades (substituta do lucro operacional); **Tam** é o logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total; **Nveco** é a variável *dummy* que indica se a empresa pertence a Nova Economia, sendo 1 para as empresas classificadas no 1º quartil (Nova Economia) e 0 para as demais, e; Sobre os asteriscos, *** p< 0.01, ** p<0.05, e * p<0.10.

Com base nos resultados é possível, inicialmente, dizer que ambos os modelos são válidos diante dos p-valores calculados para a estatística do qui-quadrado, rejeitando a hipótese nula de que todos os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. Ainda, os modelos apresentaram poder de explicação de 9,16% e 8,15% respectivamente. Utilizando o comando “estat class” observou-se que ambos os modelos classificaram 65,64% dos dados corretamente.

Observa-se que o coeficiente da variável *dummy* Nveco se mostrou negativo, pressupondo uma relação inversa com os níveis superiores de Governança Corporativa. Interpretando de outra forma, o fato de a empresa pertencer à Nova Economia diminui as chances em quatro vezes de ter a Governança Corporativa mais elevada.

No segundo modelo, a retirada da variável Ebitda não alterou a relação negativa entre Nova Economia e níveis superiores de Governança Corporativa. A variável Endiv apresentou uma relação inversa com a variável dependente NGov, o que significa dizer que a chance de uma empresa ser classificada em níveis superiores de Governança Corporativa diminuiria em uma vez dado o acréscimo de uma unidade na variável Endividamento. Contudo, o coeficiente dessa variável não foi significativo, desta forma, não é possível fazer qualquer inferência sobre ela.

Em concordância com a teoria, a variável Tam apresentou uma relação positiva com os níveis superiores de Governança Corporativa indicando que o aumento em uma unidade logarítmica de Ativo aumenta mais de uma vez as chances da empresa ser classificada como com boa Governança.

Numa análise conjunta dos resultados, foi possível identificar que as empresas com maiores Níveis de Governança Corporativa parecem não pertencer a Nova Economia (empresas com maiores valores de intangíveis – maior intangibilidade) e com maiores valores de Ativo (empresas maiores). Esses resultados podem ser reflexos de alguns fatores.

O primeiro que deve ser citado diz respeito aos níveis de intangibilidade das empresas. Empresas pertencentes a Nova Economia, são empresas com maiores valores de intangíveis. Essas empresas começaram a surgir com a globalização, porém, principalmente, no final de século XX, em que a informação e outros ativos contabilizados como Ativo Intangível passaram a se tornar valiosos. Dessa forma, podem ser empresas “novas” no mercado e, por isso, ainda não conseguiram se amadurecer até chegarem a Níveis mais elevados de Governança Corporativa. Além disso, deve ser destacado o fato de que os Ativos Intangíveis formam uma conta ainda pouco divulgada nos balanços e, talvez, essa falta de informação tanto dos ativos intangíveis quanto da forma de divulga-los esteja mascarando a real situação das empresas e, por isso, não alcancem níveis mais elevados de Governança Corporativa.

De qualquer forma, esses resultados não permitem confirmar a **H1: O nível mais elevado de intangibilidade tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades**. Dessa forma, este estudo não seguiu a mesma linha dos achados de Lopes (2005), Machado e Famá (2011), Moura et al.(2013) e Lev e Amir (1996).

Diante da falta de significância das variáveis Ebtida e Endividamento, as hipóteses **H2: O nível de endividamento tem relação negativa com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades** e **H3: O Ebtida tem relação negativa com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades**, não puderam ser confirmadas e, assim, este estudo não corroborou com os achados de Silveira et al. (2008) e Bortolon (2013).

.Outro fator que deve ser citado, trata-se do tamanho da empresa, empresas maiores, são empresas mais maduras e, provavelmente, há mais tempo no mercado. Assim, faz sentido a variável tamanho ter relação com a maior probabilidade de pertencer a níveis de Governança Corporativos mais altos. Além disso, há também a questão de que empresas maiores podem possuir mais recursos para investir em mecanismos mais sofisticados de Governança Corporativa. Assim, pode-se confirmar a **H3: O Tamanho tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades**. Sendo assim, esse resultado corroborou com os achados de Carvalhal (2012), Silveira et al. (2009) e Demsetz e Villalonga (2001), os quais encontraram a mesma relação positiva entre níveis de Governança Corporativa e Tamanho.

5 CONCLUSÃO

Sabe-se que a Governança Corporativa é um mecanismo de normas, costumes e regras, a qual funciona como uma das formas de mitigar o chamado “conflito de agência”. É considerada como uma alternativa que ajuda a superar os conflitos de interesses entre os agentes e diminuir assim, a assimetria informacional (BERLE e MEANS, 1932). Ou seja, quanto melhor a Governança Corporativa, menor o conflito de interesses entre os agentes.

A assimetria informacional pode ser mitigada por meio da divulgação dos relatórios financeiros, pois é uma forma de produção de informações que podem ser distribuídas ao

mercado sem restrições. Essa divulgação dos números contábeis diminui a diferença de posse de informações entre os agentes (BUSHMAN E SMITH, 2001). Sendo assim, maior transparência gera menor assimetria informacional e, conseqüentemente, melhores níveis de Governança Corporativa.

Neste estudo, foi analisada a relação dos níveis de Governança Corporativa e o nível de intangibilidade das empresas. O nível de intangibilidade das empresas indica se a empresa pertence à Nova Economia ou a Velha Economia. De acordo com Lopes (2005) as empresas que pertencem à Nova Economia, as quais possuem um maior índice de intangibilidade (índice que relaciona o Intangível com o Ativo Total), tem um poder explicativo dos números contábeis melhor. Sendo assim, empresas com maior valor de intangíveis divulgam melhor seus números e, conseqüentemente, deveriam possuir melhores níveis de Governança Corporativa. Assim, o objetivo deste estudo foi, portanto, verificar como a intangibilidade afeta o nível de Governança Corporativa da empresa na Bovespa. Foram analisadas também variáveis econômico-financeiras que, sustentadas pela teoria, poderiam influenciar no nível de Governança Corporativa das empresas.

Para responder ao problema de pesquisa, foi utilizada uma análise quantitativa, regressão logística, utilizando os dados coletadas no Banco de dados Comdinheiro de 195 empresas. Os resultados das regressões não permitiram confirmar a hipótese da pesquisa dado que a relação entre níveis superiores de Governança Corporativa e a classificação como Nova Economia foi negativa, contrariando a teoria citada.

Sobre as variáveis de controle endividamento e ebitda esperava-se que empresas mais endividadas e com maiores ebitdas pertencessem à níveis mais elevados de Governança Corporativa (BORTOLON, 2013 e SILVEIRA et al., 2008) por buscar evidenciar melhor suas informações contábeis de modo a transmitir maior transparência aos seus financiadores e, por consequência, tivessem valores mais altos de intangíveis, por conseguir evidenciá-los de forma adequada. Contudo, essa expectativa não pode ser nem confirmada e nem rejeitada analisando os níveis superiores de Governança Corporativa, devido a falta de significância dos testes estatísticos.

E por fim, os resultados sinalizam a confirmação, com base nos dados utilizados neste estudo, a expectativa de que empresas maiores aparentam possuir mais recursos para investir em boa Governança, dada a relação positiva entre as variáveis.

De qualquer forma, conclui-se que a relação entre intangibilidade (empresas com maiores valores de ativos intangíveis) e níveis de Governança Corporativa apresentou-se negativa. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que empresas maiores, além de terem mais recursos para investir em uma boa governança, parecem ser empresas mais maduras e com seus ativos baseados em outros ativos que não os intangíveis (empresas pertencentes à Velha Economia – menor parte do ativo baseada em ativos intangíveis). Dessa forma, é possível supor também que a maioria os ativos contabilizados ainda não são baseados em ativos intangíveis, talvez por causa de suas dificuldades de mensuração e divulgação.

REFERÊNCIAS

AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 3-30, 1996.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J.P., **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. S. Paulo: Atlas, 2004.

BACKES, R. G. et al. Governança corporativa e performance organizacional: descrição de estudos sobre o tema. Enfoque: Reflexão Contábil (Impresso), v. 28, p. 59-73, 2009.

BERLE, A.; MEANS, G., **The modern Corporation and private property. Hartcourt: Brace & World.** 1932.

BORTOLON, P. M. . Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. Base (UNISINOS), v. 10, p. 2-18, 2013.

BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G. DE; GORGA, É. Corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21–38, mar. 2010.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BUSHMAN, R.; SMITH, A., Financial accounting information and corporate governance. **The Journal of Accounting and Economics**. n. 32., 237-333.

CARVALHAL, A. Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms, **Journal of Corporate Finance**, vol. 18, n.4 p. 919-933, 2012.

CARVALHAL, A. **Governança Corporativa e decisões financeiras no Brasil.** Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

DA SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, pp. 1-18, 2005.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership Structure and Corporate Performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, pp. 209-223, 2001.

FÁVERO, L. P.; BELFIONE, P.; SILVA, F. L.; e CHAN, B. L.; 2009. **Análise de dados: modelagem multivariada para a tomada de decisões.** Rio de Janeiro: Elsevier.

GORGA, E.; GELMAN, M., 2012. O esvaziamento crescente do conselho de administração como efeito da vinculação de seu voto a acordos de acionistas no Brasil. Prêmio IBGC Itaú Academia e Imprensa, 2012, pp. 10-11.

GROH, A. P.; LIECHTENSTEIN, H. V.; LIESER, K. The European Venture Capital and Private Equity country attractiveness indices. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 1, pp. 205-224, 2010

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade.** 8. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 23 de dez. de 2015.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC).2009. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa.** Disponível em www.ibgc.org.br. Acesso em: 24 de dez. de 2015.

JENSEN, M. C. & MECKLING, W. H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. 1976.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. **American Economic Review**, v. 90, n.2, pp. 22-27, 2000.

LODI, J. B. **Governança Corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração.** Rio de Janeiro: Campus,2000.

SILVEIRA, A. Di M.; PEROBELLI, F. F. C.; CAMPOS BARROS, L. A. B. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **RAC**, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

LOPES, A. B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, p.1-33, 2005.

MACHADO, J.H.; FAMÁ, R. Ativos Intangíveis e Governança Corporativa no mercado de capitais brasileiro. In: 11º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. Anais eletrônicos do 11º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo: Saint Paul, 2009.

MATIAS, A.B.; FREITAS, Z. C.. Commodities Ambientais: Uma análise acerca da comercialização em bolsa de valores no mercado financeiro brasileiro. Disponível em: <http://cepefin.org.br/publicados_pdf/commodities_ambientais_bolsa_valores.pdf>. Acesso em: 10 de out. de 2012.

MOURA, G. D., DALLABONA, L. F., FANK, O. L., VARELA, P.S. Relação entre Ativos Intangíveis e Governança Corporativa. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 5, n. 1 p. 120-138, jan./abr., 2013.

OLIVEIRA, D. P. R. **Governança Corporativa na prática**. S. Paulo: Atlas, 2006.

SHLEIFER, A., VISHNY, R.. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Governança Corporativa na prática**. S. Paulo: Atlas, 2006.