

**RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESTRIÇÃO FINANCEIRA EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

**BRENO AUGUSTO DE OLIVEIRA SILVA**

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO TRIÂNGULO MINEIRO (IFTM)

**DANIEL FERREIRA CAIXE**

CENTRO UNIVERSITÁRIO ESTÁCIO DE RIBEIRÃO PRETO

**ELIZABETH KRAUTER**

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP)

# RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESTRIÇÃO FINANCEIRA EM EMPRESAS BRASILEIRAS

## 1. INTRODUÇÃO

Ao contrário do que supunham Modigliani e Miller (1958), os mercados de capitais possuem imperfeições e ineficiências que fazem com que a estrutura financeira possa ser determinante nas decisões de investimento das empresas. Imperfeições como conflitos de agência e assimetria de informações tendem a elevar o custo do financiamento externo e provocar racionamento quantitativo do crédito (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984; JENSEN, 1986; STULZ, 1990; HARRIS; RAVIV, 1991), expondo as empresas a diferentes graus de restrição financeira. Essas restrições podem se manifestar via racionamento de crédito (ALMEIDA; CAMPELLO, 2002; WHITED; WU, 2006), no qual as empresas têm pouco ou nenhum acesso ao financiamento por recursos externos, ou via defasagem entre o custo dos recursos externos e internos (FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988), na forma de um elevado prêmio de risco para os recursos externos. Quanto maior essa defasagem ou dificuldade de acesso ao crédito, maior a restrição financeira.

Nos estudos sobre restrições financeiras, não há, entretanto, um consenso a respeito da melhor maneira de se determinar adequadamente o grau de restrição financeira de uma dada empresa, a fim de que ela possa ser classificada *a priori* em um grupo conforme o seu nível de restrição (POVEL; RAITH, 2001; MOYEN, 2004; CLEARY; POVEL; RAITH, 2007). Inúmeras variáveis indiretas têm sido utilizadas para esse propósito, a fim de determinar o grau de acesso das empresas a fontes externas de financiamento com custos menos onerosos. Dentre essas variáveis, destacam-se o tamanho, maturidade, distribuição de dividendos, endividamento, liquidez, tangibilidade dos ativos e índices baseados em combinações lineares de características financeiras das empresas, como KZ e WW. Aspectos relacionados à governança corporativa também têm sido utilizados, porém, de maneira isolada, como a estrutura de propriedade e controle e a participação em segmentos diferenciados de listagem da BM&FBovespa (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), no caso de empresas brasileiras.

Nessa perspectiva, considerar a qualidade das práticas de governança como diferencial do grau de restrição financeira das empresas torna-se relevante. Os mecanismos de governança visam minimizar os impactos das restrições financeiras por meio da redução do grau de assimetria de informações e dos conflitos de agência, tornando as fontes externas de financiamento mais acessíveis às empresas (FRANCIS et al., 2013). Assim, espera-se que quanto maior a qualidade da governança corporativa, maior a capacidade da empresa em atrair recursos externos com custos mais baixos e, portanto, menor o seu grau de restrição financeira.

Nesse sentido, o presente trabalho diferencia-se dos demais e contribui para o debate sobre o tema por analisar a adequabilidade de um índice de governança corporativa amplo como diferencial do grau de restrição financeira das empresas. A escolha por um índice amplo e objetivo decorre do fato de que este abrange todas as dimensões da governança, não somente a estrutura de propriedade e controle isoladamente, como tem sido mais pesquisada até o momento, mas também o nível de *disclosure*, a composição e funcionamento do conselho de administração, ética e conflitos de interesse e os direitos dos acionistas. Trata-se de um estudo ainda não realizado no Brasil para diferenciar as empresas quanto ao grau de restrição financeira a que estão sujeitas.

Posto isso, a presente pesquisa busca responder a seguinte pergunta: qual a relação entre governança corporativa e restrição financeira para empresas brasileiras?

A fim de responder a essa pergunta, o objetivo deste estudo foi investigar a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras e o grau de restrição financeira a que estão sujeitas.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

A hipótese de mercados perfeitos de Modigliani e Miller (1958) sugere que recursos internos e externos são perfeitos substitutos e que as decisões de investimento corporativo são condicionadas à existência de oportunidades de investimento com valor presente líquido positivo. No mundo real, todavia, esse cenário é improvável (STEIN, 2003). Imperfeições dos mercados como conflitos de agência e assimetria de informações podem elevar o custo do financiamento externo e provocar racionamento quantitativo do crédito (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS; MAJLUF, 1984; JENSEN, 1986; STULZ, 1990), expondo as empresas a diferentes graus de restrição financeira. Quanto maior a defasagem entre o custo dos recursos externos e internos ou a dificuldade de acesso ao crédito externo, maior o grau de restrição financeira.

Demarzo et al. (2012) e Francis et al. (2013) mencionam que as restrições financeiras decorrem basicamente de dois fatores: assimetria de informações e conflitos de agência. A assimetria informacional faz com que os investidores externos, cientes de seu desconhecimento das informações sobre a qualidade dos projetos da empresa, tendam a demandar prêmios maiores para compensar o alto nível de risco assumido, fruto de sua “ignorância” (MYERS; MAJLUF, 1984, p.188) em relação às informações não disponíveis e dos custos para monitorar as ações dos gestores (JENSEN; MECKLING, 1976). Esse prêmio pode elevar o custo dos recursos externos acima do custo de oportunidade do financiamento interno (GREENWALD; STIGLITZ; WEISS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984), expondo a empresa a restrições financeiras. Essa ideia é corroborada por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988, p.142), que afirmam que, como resultado da assimetria de informações, “o custo de uma nova dívida ou emissão de ações pode diferir substancialmente do custo de oportunidade do financiamento interno gerado por meio de fluxo de caixa e lucros retidos”. Além disso, a assimetria de informações pode levar também ao racionamento quantitativo do crédito (STIGLITZ; WEISS, 1981; GREENWALD; STIGLITZ; WEISS, 1984). Quanto maior o risco da empresa em termos de disponibilidade de informações relativas às suas oportunidades de investimento, menor a sua capacidade de novos endividamentos (ALBANEZ; VALLE, 2009). Isso porque na impossibilidade de se avaliar o risco de custo-benefício e de se monitorar o investimento financiado, os fornecedores de crédito externo somente se dispõem a investir em projetos arriscados caso consigam aumentar suficientemente as taxas de juros sem se engajarem em problemas de seleção adversa (STIGLITZ; WEISS, 1981). Isso faz com que empresas com maiores disponibilidades de recursos internos (mais baratos) dependam menos de financiamento externo (mais caro) para implementar seus projetos de investimento, sendo vistas pelos credores e investidores como de menor risco.

Além da assimetria informacional, outra imperfeição dos mercados de capitais e que provoca o surgimento de restrições financeiras são os conflitos de agência, com destaque para os trabalhos de Jensen e Meckling (1976), Jensen (1986), Stulz (1990) e Harris e Raviv (1991). Primeiro, quando a empresa possui alto nível de liquidez de caixa, há uma tendência de entrincheiramento dos gestores dentro da organização (JENSEN, 1986), uma vez que eles aumentam o valor dos ativos sob seu controle e o seu poder sobre as decisões de investimento da empresa. Jensen (1986) afirma que gestores entrincheirados sempre preferirão manter saldo em caixa ao invés de pagar dividendos aos acionistas, mesmo que a empresa possua poucas oportunidades de investimento. Jensen (1986) denomina esse problema como o custo de agência do fluxo de caixa livre. A alocação inadequada do fluxo de caixa livre reduz a

disponibilidade de fundos internos mais baratos e obriga a empresa a recorrer a recursos externos mais onerosos, expondo-a a restrições financeiras. Stulz (1990) ressalta que essa situação pode levar a subinvestimento corporativo, resultante da falta de recursos internos para financiar investimentos com valor presente líquido positivo. Segundo, como subproduto da assimetria de informações, há um conflito de interesses entre acionistas e credores da empresa. Jensen e Meckling (1976) explicam que quanto maior o capital de terceiros na estrutura de capital da empresa, maior o incentivo dos acionistas em aceitar investimentos com maior risco, pois estarão sujeitos a maiores retornos e menores custos. Em caso de sucesso, os acionistas incorporarão os ganhos, mas em caso de fracasso, os custos serão assumidos pelos credores. Esse conflito, conhecido como “efeito de substituição de ativos” (HARRIS; RAVIV, 1991, p.301), é um custo de agência da dívida. Antecipando esse tipo de comportamento dos acionistas, os credores passam a exigir prêmios maiores para o seu capital, visando a compensação pelo maior risco assumido e pelos custos de monitoramento e controle dos acionistas e gestores na alocação dos recursos de investimento (JENSEN; MECKLING, 1976). Dessa forma, o custo da dívida eleva-se acima do custo de oportunidade dos recursos internos, novamente expondo a empresa a restrições financeiras.

Em cenários de imperfeições dos mercados, com presença de problemas de agência e assimetria informacional, a qualidade das práticas de governança corporativa parece ser um critério pertinente para diferenciar as empresas quanto ao grau de restrição financeira, na medida em que visa minimizar os impactos dos conflitos de agência e da assimetria de informações, tornando as fontes externas de financiamento mais acessíveis às empresas (FRANCIS et al., 2013). Assim, espera-se que quanto maior a qualidade da governança, maior a capacidade da empresa em atrair recursos externos com custos mais baixos e, portanto, menor o seu grau de restrição financeira.

No âmbito acadêmico, no Brasil e em outras partes do mundo, pesquisadores têm utilizado diferentes variáveis para determinar a qualidade da governança corporativa das empresas, dentre eles, a estrutura de propriedade e controle, direitos dos acionistas, *disclosure*, tamanho etc., e no caso de empresas brasileiras, também a participação em segmentos diferenciados de listagem da BM&FBovespa. Recentemente, a utilização de índices de governança corporativa amplos, elaborados a partir de perguntas objetivas e que resumem em uma única medida diversos mecanismos e práticas de governança, têm tido destaque na determinação dessa qualidade (KLAPPER; LOVE, 2002; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; BLACK; JANG; KIM, 2006; AGCA; MOZUMDAR, 2008; FRANCIS et al., 2013). No Brasil, destacam-se os estudos de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e Silveira e Barros (2008), na construção de índices que podem ser utilizados para determinar a qualidade da governança de empresas brasileiras.

Especificamente, o estudo de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) investigou a relação entre a qualidade da governança e o valor e desempenho em uma amostra de 131 empresas brasileiras. Para isso, desenvolveram um amplo índice de governança corporativa a partir de informações públicas constantes nos relatórios anuais das empresas brasileiras. Denominado de Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC), o questionário foi inicialmente elaborado com 15 perguntas binárias e objetivas, englobando quatro dimensões: (1) *disclosure*; (2) composição e funcionamento do conselho de administração; (3) estrutura de propriedade e controle; e (4) direito dos acionistas. Os resultados evidenciaram que melhores práticas de governança estavam associadas com maior valor de mercado e melhor desempenho operacional. Com o auxílio do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o índice foi revisto e atualizado e atualmente conta com 20 perguntas (Leal, 2014), abordando as seguintes dimensões: (1) *disclosure*; (2) composição e funcionamento do conselho de administração; (3) ética e conflitos de interesse; e (4) direitos dos acionistas. De forma semelhante ou com algumas adaptações, o IPGC de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005)

foi utilizado em várias pesquisas subsequentes (SILVEIRA et al., 2009; LAMEIRA et al., 2010; CATAPAN; COLAUTO, 2014; BARROS; SILVA; VOESE, 2015).

Em tese, empresas com maiores índices de governança corporativa oferecem uma proteção mais forte aos seus investidores, por meio de uma gestão mais profissional, responsável, transparente e justa para acionistas, executivos e terceiros, permitindo maior acesso a fontes de recursos externos com custos menos onerosos para financiar seus investimentos e, portanto, reduzindo os impactos das restrições financeiras. Ao contrário, firmas com baixos índices de governança corporativa tendem a ser mais suscetíveis aos efeitos da assimetria de informações e dos conflitos de agência, o que confere a elas maiores dificuldades de financiamento externo e, portanto, um maior potencial de restrição financeira.

### 3. METODOLOGIA

Para a análise da relação entre a qualidade das práticas de governança e o grau de restrição financeira das empresas, foram analisados dados em painel de uma amostra formada por 248 firmas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas em cada um dos principais segmentos da BM&FBovespa (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional) de 2006 a 2015. Foram excluídas da amostra as empresas financeiras, devido às suas peculiaridades operacionais, financeiras e regulatórias.

Para cada uma das empresas da amostra, a qualidade das práticas de governança corporativa foi determinada por meio do IPGC desenvolvido por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e revisto e atualizado por Leal (2014). O cálculo do IPGC é realizado a partir do número de respostas positivas a cada pergunta do questionário. Para cada resposta positiva é atribuída um ponto para o *score*. O *score* final para cada empresa varia entre zero (pior qualidade de governança) e 20 (melhor qualidade de governança). Devido à relativa estabilidade dos índices de governança de um ano para outro (SILVEIRA et al., 2010) o IPGC foi calculado com base nas informações de 2015 e assumiu-se que não houve alterações relevantes durante o período pesquisado. A Tabela 1 apresenta o questionário do IPGC atualizado por Leal (2014), com as dimensões de governança abordadas e as respectivas perguntas.

Após o cálculo do IPGC, as empresas da amostra foram divididas em quintis de acordo com os valores de IPGC calculados, totalizando cinco conjuntos com igual número de empresas cada um. Considerando-se o objetivo de comparar os grupos mais heterogêneos em termos de IPGC e, conseqüentemente, de restrição financeira, optou-se por agrupar o primeiro com o segundo conjuntos (Q12-IPGC), cujos valores de IPGC correspondem aos 40% menores da amostra ordenada (0-40%), e agrupar o quarto com o quinto conjuntos (Q45-IPGC), cujos valores de IPGC representam os 40% maiores da amostra ordenada (60-100%). O terceiro conjunto, cujos valores de IPGC representam os 20% intermediários da amostra ordenada (40-60%), foi desconsiderado da análise. Assim, espera-se que as empresas pertencentes ao grupo Q12-IPGC, por apresentarem menores valores de IPGC, tenham maior grau de restrição financeira do que as empresas pertencentes ao grupo Q45-IPGC, cujos valores de IPGC são maiores.

Tabela 1 – Questionário para construção do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC).

<b>Disclosure</b>	1. Algum documento público da companhia inclui informações sobre políticas e mecanismos estabelecidos para lidar com situações de conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas?
	2. A companhia revela informações sobre a remuneração da administração, desagregando o percentual pago ao conselho e à diretoria e informando as proporções pagas sob a forma de remuneração fixa e variável?
	3. A empresa teve parecer de auditoria independente, sem ressalvas, nos últimos cinco anos?
	4. O <i>website</i> da companhia possui seção de relações com investidores, sendo possível obter o Relatório anual por meio dele?
	5. O <i>website</i> disponibiliza as apresentações para analistas de mercado?
	6. O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
<b>Composição e funcionamento do conselho</b>	7. Presidente do conselho e presidente executivo são pessoas diferentes?
	8. A empresa possui qualquer tipo de comitê do conselho evidenciado em informações públicas (Estatuto Social, Relatório Anual, <i>website</i> etc.)?
	9. O conselho é composto apenas por conselheiros externos, com exceção do presidente da diretoria?
	10. O conselho tem entre cinco e 11 membros, conforma recomendado pelo Código das Melhores Práticas e Governança Corporativa do IBGC?
	11. Os membros do conselho têm mandatos de até dois anos, conforme recomendado pelo Código das Melhores Práticas e Governança Corporativa do IBGC?
<b>Ética e conflitos de interesse</b>	12. A porcentagem de ações não votantes é menor do que 20% do total do capital?
	13. O percentual das ações com direito a voto do grupo controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações da empresa?
	14. Empréstimos em favor do controlador e outras partes relacionadas são proibidos no estatuto ou no acordo de acionistas?
	15. O estatuto facilita a participação dos acionistas nas assembleias, não exigindo o envio prévio da documentação e adotando o princípio da boa-fé?
	16. Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira? a. A empresa concede a cada ação um voto. b. A empresa tem ações preferenciais emitidas e concede direito de voto a todas as ações nas decisões de maior impacto (N2, por exemplo).
<b>Direitos dos acionistas</b>	17. A companhia garante direitos de <i>tag along</i> , além dos que são legalmente exigidos?
	18. O controle da companhia é direto?
	19. Os acordos entre sócios se abstêm de vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do conselho de administração, ou de indicar quaisquer diretores para a sociedade?
	20. O <i>free float</i> é igual ou maior do que os 25% exigidos para listagem nos segmentos especiais de governança da BM&FBovespa?

Fonte: Leal (2014).

Como *proxy* do grau de restrição financeira, foram utilizados os índices de restrição financeira KZ (LAMONT; POLK; SAÁ-REQUEJO, 2001) e WW (WHITED; WU, 2006). Os índices KZ e WW foram escolhidos para retratar o grau de restrição financeira das empresas em virtude de suas proeminências na literatura. Estes índices são construídos de tal forma que maiores valores para os índices sinalizam maiores graus de restrição financeira.

O índice KZ é obtido mediante a seguinte equação:

$$KZ_{i,t} = -1,0019 \times \frac{FC_{i,t}}{IMOB_{i,t-1}} + 0,282639 \times Q_{i,t} + 3,139193 \times \frac{DIVT_{i,t}}{AT_{i,t}} - 39,3678 \times \frac{DIV_{i,t}}{IMOB_{i,t-1}} - 1,314759 \times \frac{CASH_{i,t}}{IMOB_{i,t-1}}$$

sendo  $i$  a empresa;  $t$  o ano;  $KZ$  o índice de restrição financeira;  $FC$  o fluxo de caixa;  $IMOB$  o capital investido em ativos fixos;  $Q$  o  $q$  de Tobin;  $DIVT$  a dívida total;  $AT$  o ativo total;  $DIV$  o montante de dividendos pagos; e  $CASH$  as disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa).

O índice  $WW$  é obtido mediante a seguinte equação:

$$WW_{i,t} = -0,091 \times \frac{FC_{i,t}}{AT_{i,t}} - 0,062 \times DDIV + 0,021 \times \frac{DIVLP_{i,t}}{AT_{i,t}} - 0,044 \times TAM_{i,t} + 0,102 \times ISG_{i,t} - 0,035 \times FSG_{i,t}$$

sendo  $i$  a empresa;  $t$  o ano;  $WW$  o índice de restrição financeira;  $FC$  o fluxo de caixa;  $AT$  o ativo total;  $DDIV$  uma variável *dummy* para o pagamento de dividendos;  $DIVLP$  a dívida de longo prazo;  $TAM$  o tamanho;  $ISG$  o crescimento das vendas do setor; e  $FSG$  o crescimento das vendas da empresa.

A fim de comparar o grau de restrição financeira das empresas com diferentes níveis de qualidade de governança corporativa, foi verificado, primeiramente, a existência e o grau da correlação entre o IPGC e os índices de restrição financeira  $KZ$  e  $WW$ , bem como entre os índices  $KZ$  e  $WW$  entre si. Essa análise foi realizada por meio do teste de correlação de Spearman. Posteriormente, os índices de restrição financeira  $KZ$  e  $WW$  foram comparados entre os grupos Q12-IPGC e Q45-IPGC por meio do teste não paramétrico de diferenças de medianas de Mann-Whitney (HAIR et al., 2009).

Dessa forma, considerando o arcabouço teórico sobre governança corporativa e restrições financeiras, as hipóteses testadas no estudo foram as seguintes:

H1: Há uma correlação negativa entre o IPGC e os índices de restrição financeira  $KZ$  e  $WW$ ;

H2: Empresas com pior qualidade de governança (Q12-IPGC) possuem índices de restrição financeira ( $KZ$  e  $WW$ ) maiores do que as empresas com melhor qualidade de governança (Q45-IPGC).

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

As estatísticas descritivas do IPGC para as 248 empresas da amostra e para os grupos definidos *a priori* conforme o grau de restrição financeira determinado a partir do IPGC estão apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC) das 248 empresas da amostra, analisadas em conjunto e separadamente pelos grupos definidos *a priori* conforme o grau de restrição financeira determinado a partir do IPGC (Q12-IPGC e Q45-IPGC).

Grupos (Grau de restrição financeira)	Empresas N (%)	Média	Desvio- padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Q12-IPGC (Alto)	99(40)	8,3	1,84	3	8	11
Q45-IPGC (Baixo)	99(40)	16,1	0,94	15	16	18
Todos	248(100)	12,42	3,78	3	13	18

Fonte: Elaborado pelos autores.

Analisando as empresas em conjunto, o IPGC médio obtido foi de 3 a 18, com média de 12,42. A análise por grupos demonstrou que os maiores valores de IPGC foram observados para as empresas do Q45-IPGC (15 a 18; média 16,1) em comparação às do Q12-IPGC (3 a

11; média 8,3) (Tabela 2), o que atesta a heterogeneidade das empresas dos dois grupos quanto à qualidade das práticas de governança corporativa.

A Tabela 3 demonstra a correlação entre o IPGC e os índices de restrição financeira KZ e WW para as 248 empresas da amostra.

Tabela 3 – Correlação entre o IPGC e os índices de restrição financeira KZ e WW para as 248 empresas da amostra pelo teste de correlação de Spearman.

		IPGC	KZ	WW
<b>IPGC</b>	Coeficiente Spearman (rho)	1		
	Sig. (p)	-		
	Observações	1648		
<b>KZ</b>	Coeficiente Spearman (rho)	- 0,1793	1	
	Sig. (p)	< 0,0001*	-	
	Observações	1648	1648	
<b>WW</b>	Coeficiente Spearman (rho)	- 0,2134	0,2801	1
	Sig. (p)	< 0,0001*	< 0,0001*	-
	Observações	1648	1648	1648

\*valores estatisticamente significativos ( $p < 0.05$ );

Fonte: Elaborado pelos autores.

Houve uma correlação negativa significativa entre o IPGC e os índices de restrição financeira KZ ( $\rho = -0,1793$ ;  $p < 0,0001$ ) e WW ( $\rho = -0,2134$ ;  $p < 0,0001$ ) (Tabela 3), confirmando a hipótese H1. Esses resultados inferem que melhores (piores) práticas de governança são acompanhadas de quedas (aumentos) no grau de restrição financeira das empresas. De fato, a relação negativa entre governança e restrição financeira é esperada, considerando que melhores práticas de governança são capazes de mitigar os conflitos de agência e a assimetria de informações e, portanto, reduzir os impactos dessas restrições. Já os índices KZ e WW, quando analisados entre si, demonstraram uma correlação positiva significativa ( $\rho = 0,2801$ ;  $p < 0,0001$ ) (Tabela 3), o que permite inferir que ambos apontam para o mesmo resultado com relação à mensuração do grau de restrição financeira.

A diferença dos índices KZ e WW entre os grupos Q12-IPGC e Q45-IPGC também foi analisada (Tabela 4).

Tabela 4 – Comparação das medianas dos índices de restrição financeira KZ e WW entre os grupos Q12-IPGC e Q45-IPGC pelo teste de Mann-Whitney.

Grupos (Grau de restrição financeira)	Obs.	Índice KZ			Índice WW		
		Mediana	Z	Sig. (p)	Mediana	Z	Sig. (p)
<b>Q12-IPGC (Alto)</b>	644	- 1,560	6,318	< 0,0001*	- 0,702	7,167	< 0,0001*
<b>Q45-IPGC (Baixo)</b>	637	- 4,521			- 0,737		

\*valores estatisticamente significativos ( $p < 0.05$ );

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os índices KZ e WW foram significativamente maiores para as empresas do grupo Q12-IPGC (Tabela 4), confirmando a hipótese H2. Esses resultados demonstram que empresas com menor (maior) qualidade de governança corporativa são mais (menos) restritas financeiramente.

A correlação negativa entre o IPGC e os índices KZ e WW, aliada à diferença significativa dos valores desses índices entre os grupos Q12-IPGC e Q45-IPGC, também

permitem atestar a adequabilidade do IPGC, enquanto medida da qualidade da governança corporativa, como diferencial do grau de restrição financeira das empresas, medido pelos índices KZ e WW. Dessa forma, fica evidenciado que quanto maior (menor) o IPGC, menor (maior) tende a ser o grau de restrição financeira.

Como os índices KZ e WW são calculados, basicamente, a partir de combinações lineares de características financeiras das empresas, como fluxo de caixa, endividamento, dividendos, faturamento e disponibilidades, maiores valores para os índices tendem a sinalizar também pior *status* financeiro. Assim, esses resultados corroboram, de certa forma, os argumentos de Silva e Krauter (2016), de que melhores práticas de governança corporativa estão presentes, em geral, em empresas com situação econômico-financeira mais sólida e favorável, cujos índices de restrição tendem a ser menores.

A redução do grau de restrição financeira para empresas com maior qualidade das práticas de governança corporativa condiz com o predito pela teoria. As restrições financeiras, sejam elas na forma de racionamento quantitativo de crédito ou de um elevado prêmio de risco para os recursos externos, decorrem basicamente de problemas relacionados à assimetria de informações e conflitos de agência (FRANCIS et al., 2013). Tais problemas são abordados como questões-chave pela governança corporativa, a qual, por meio de uma gestão mais profissional e transparente, busca continuamente alinhar os interesses de todos os agentes econômicos envolvidos na empresa (acionistas majoritários e minoritários, gestores, credores, investidores externos etc.) e assim eliminar ou reduzir os efeitos desses problemas. A evidência do presente estudo de que o grau de restrição financeira é menor para empresas com melhor governança é consistente com os argumentos de inúmeras pesquisas anteriores (CICOGNA; TONETO-JUNIOR; VALLE, 2007; ALBANEZ; VALLE, 2009; FRANCIS et al., 2013; BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016) que tratam os diversos mecanismos de governança como capazes de reduzir o grau de assimetria informacional e os conflitos de agência, facilitando o acesso das empresas a fontes de recursos externos com custos mais baixos e, portanto, minimizando os impactos das restrições financeiras. Neste ponto, a presente pesquisa diferencia-se das demais acima citadas por analisar a relação entre restrição financeira e várias dimensões da governança corporativa simultaneamente, retratadas por meio de um índice amplo e objetivo, ao invés de focar em apenas determinados aspectos, como o direito dos acionistas, a estrutura de propriedade e controle ou a adesão a um dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa, para o caso das empresas brasileiras.

#### **4. CONCLUSÕES**

Os resultados do presente estudo, analisando a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o grau de restrição financeira de empresas brasileiras, permitiram concluir que melhores (piores) práticas de governança foram acompanhadas de quedas (aumentos) no grau de restrição financeira e que empresas com melhor governança apresentaram, no geral, índices de restrição financeira (KZ e WW) menores do que aquelas com pior governança.

Adicionalmente, considerando a proeminência desses índices no campo de estudo das restrições financeiras e os objetivos essenciais da governança corporativa na mitigação dos impactos dos problemas de agência e assimetria informacional, o IPGC se mostrou uma variável interessante para diferenciar o grau de restrição financeira das empresas brasileiras.

## 5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGCA, S.; MOZUMDAR, A. The impact of capital market imperfections on investment–cash flow sensitivity. **Journal of Banking & Finance**, v.32, p.207-216, 2008.
- ALBANEZ, T.; VALLE; M.R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.20, n.51, p.6-27, 2009.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial constraints and investment–cash flow sensitivities: New research directions, **Working paper**, New York University and University of Illinois, 2002.
- BARROS, C.M.E.; SILVA, P.Y.C.; VOESE, S.B. Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v.18, n.2, p.7-26, 2015.
- BLACK, B.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance affect firms' market value? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics & Organization**, v.22, n.2, p.366-413, 2006.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A.L.; LEAL, R.P.C Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v.3, n.1, p.1-18, 2005.
- CATAPAN, A.; COLAUTO, R.D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. **Contaduría y Administración**, v.59, n.3, p.137-164, 2014.
- CICOGNA, M.P.V.; TONETO-JUNIOR, R.; VALLE, M.R. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo – Rausp**, v.42, n.1, p.52-63, 2007.
- CLEARY, S.; POVEL, P.; RAITH, M. The U-shaped investment curve: theory and evidence. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.42, n.1, p.1-39, 2007.
- DEMARZO, P.M.; FISHMAN, M.J.; HE, Z.; WANG, N. Dynamic agency and the q theory of investment. **The Journal of Finance**, v.67, n.6, p.2295-2340, 2012
- FAZZARI, S.; HUBBARD, R.; PETERSEN, B. Financing Constraints and Corporate Investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, v.1, p.141-206, 1988.
- FONSECA, C.V.C; SILVEIRA, R.L.F. Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 16., 2016, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Sociedade Brasileira de Finanças, 2016.
- FRANCIS, B.; HASAN, I.; SONG, L.; WAISMAN, M. Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. **Emerging Markets Review**, v.15, p.57-71, 2013.

GOMPERS, P.A.; ISHII, J.L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n.1, p.107-155, 2003.

GREENWALD, B.; STIGLITZ, J.E.; WEISS, A. Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. **The American Economic Review**, v.74, n.2, p.194-199, 1984.

HAIR JR, J.F.; BLACK, W.C.; BABIN, B.J.; ANDERSON, R.E.; TATHAM, R.L. **Análise multivariada de dados**. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HARRIS, M.F.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v.46, n.1, p.297-355, 1991.

JENSEN, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **The American Economic Review**, v.76, n.2, p.323-329, 1986.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm, managerial behavior, agency cost and ownership structure. **The Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p.305-360, 1976.

KLAPPER, L.F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper 2818**, 2002.

LAMEIRA, V.J.; NESS JUNIOR, W.L.; SILVA, P.P.; MOTTA, L.F.J.; KLÖTZLE, M.C. Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. **Revista de Economia e Administração**, v.9, n.1, p.17-76, 2010.

LAMONT, O.; POLK, C.; SAÁ-REQUEJO, J. **Financial constraints and stock returns**. The Review of Financial Studies, v.14, n.2, p.529-554, 2001.

LEAL, R.P.C. A qualidade das práticas de Governança Corporativa afeta o valor da empresa no Brasil? *In*: FONTES FILHO, J.R.; LEAL, R.P.C. **Governança Corporativa e Criação de Valor**. São Paulo: Saint Paul, 2014.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment". **American Economic Review**. v.48, n.3, p.261-297, 1958.

MOYEN, N. Investment-cash flow sensitivities: constrained versus unconstrained firms. **The Journal of Finance**, v.59, n.5, p.2061-2092, 2004.

MYERS, S.C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v.3, n.3, p.575-592, 1984.

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

POVEL, P.; RAITH, M. Optimal investment under financial constraints: the roles of internal funds and asymmetric information. **Working Paper 0103**, Atlanta Meetings, Institute of Financial Studies, Carlson School of Management, 2001. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=269497>>. Acesso em: mar 2016.

SILVA; B.A.O; KRAUTER, E. Indicadores financeiros e governança corporativa: uma comparação entre os segmentos de listagem da BM&FBovespa. In: Congresso Brasileiro de Contabilidade, 20., 2016, Fortaleza. **Anais...** Fortaleza: Conselho Federal de Contabilidade, 2016.

SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v.14, n.3, p.512-540, 2008.

SILVEIRA, A.D.M.; LEAL, R.P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.L.; BARROS, L.A.B.C. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo – Rausp**, v.44, n.3, p.173-189, 2009.

SILVEIRA, A.D.M.; LEAL, R.P.C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A.L.; BARROS, L.A.B.C. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v.10, n.2, p.191-202, 2010.

STEIN, J.C. Agency, information and corporate investment. **Handbook of the Economics of Finance**. Amsterdam: Elsevier Science, 2003.

STIGLITZ, J.E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, v.71, n.3, p.393-410, 1981.

STULZ, R.M. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v.26, p.3-27, 1990.

WHITED, T.M.; WU, G. Financial constraints risk. **The Review of Financial Studies**, v.19, n.2, p.531-559, 2006.