
O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial

Maria Paula Vieira Cicogna
Rudinei Toneto Junior
Maurício Ribeiro do Valle

RESUMO

No Brasil, a obtenção de crédito pelas empresas é dificultada pelas incertezas acerca das decisões judiciais e pelo fraco *enforcement* das leis, o que mostra sua fragilidade institucional. No presente trabalho, busca-se verificar se a melhoria na governança corporativa das empresas, por melhorar a qualidade das informações prestadas ao mercado e aumentar o comprometimento dos tomadores com os investidores, contribui para amenizar as falhas institucionais do País, elevando o financiamento das empresas. Para tal, comparam-se os índices de alavancagem das empresas que aderiram às normas contidas nos padrões diferenciados de governança da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) com as empresas que continuaram negociando suas ações no mercado tradicional. Os resultados dos testes com dados em painel mostram que, controlando pelo tamanho das empresas (ativo total), a variável *dummy* de governança foi positivamente correlacionada e estatisticamente significativa para os índices de Dívida Bruta/Patrimônio Líquido e Exigível a Longo Prazo/Patrimônio Líquido; negativamente correlacionada e estatisticamente significativa com o índice de Passivo Circulante/Patrimônio Líquido e não apresentou significância estatística para a variável Exigível Total/Patrimônio Líquido. Dessa forma, os dois primeiros índices mostram que as empresas com melhores níveis de governança aumentaram seu financiamento em entidades financeiras e seu endividamento total de longo prazo, mas tiveram uma redução em seu endividamento total de curto prazo, o que pode explicar a não-significância da variável de governança para o endividamento total, conforme mostrado pelo último índice.

Palavras-chave: governança corporativa, Novo Mercado, endividamento, alavancagem, estrutura de capital.

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 as condições gerais em relação aos prazos e custos são bastante inadequadas.

Recebido em 13/setembro/2005
Aprovado em 04/abril/2006

Maria Paula Vieira Cicogna, Economista pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP), é Mestranda em Economia Aplicada no Departamento de Economia da FEARP-USP (CEP 14040-900 — Ribeirão Preto/SP, Brasil).

E-mail: mazinhacicogna@yahoo.com.br

Endereço:

Universidade de São Paulo
FEA Ribeirão Preto
Departamento de Economia
Avenida Bandeirantes, 3900
14040-900 — Ribeirão Preto — SP

Rudinei Toneto Junior, Mestre e Doutor em Economia pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (USP), é Professor Livre-Docente do Departamento de Economia da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da USP (CEP 14040-900 — Ribeirão Preto/SP, Brasil).

E-mail: rtoneto@usp.br

Maurício Ribeiro do Valle, Economista pela Universidade Estadual de São Paulo — UNESP Araraquara, Mestre em Finanças pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo e Doutor em Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (USP), é Professor Doutor do Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da USP (CEP 14040-900 — Ribeirão Preto/SP, Brasil) e Superintendente Administrativo e Financeiro da Cooperativa Cooxupé.

E-mail: marvalle@usp.br

Em termos de montante, vale destacar que, além da baixa magnitude, verificou-se uma retração ao longo da última década. Após atingir o pico em torno de 35% do Produto Interno Bruto (PIB) no período imediato pós-Plano Real, o montante de crédito na economia caiu para a faixa dos 25% do PIB, na qual se estabilizou nos últimos anos. Vale mencionar que nos países desenvolvidos essa relação supera, em geral, os 100%, e mesmo nos países em desenvolvimento ela tende a ser significativamente maior do que no Brasil. Assim, apesar da elevada sofisticação do Sistema Financeiro Brasileiro, com seu amplo espectro de instituições, elevada rentabilidade, tamanho e solidez das instituições, a disponibilidade de crédito assemelha-se à dos países com baixo grau de desenvolvimento. Em relação às condições, é de conhecimento geral que o Brasil apresenta uma das maiores taxas de juros para empréstimo no mundo e prazos de financiamento bastante reduzidos, concentrando-se o financiamento de longo prazo nas instituições públicas, com destaque para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e na rede de bancos federais. O mercado de capitais, que poderia ser uma alternativa para o financiamento das empresas, também é muito reduzido. O número de empresas listadas é pequeno, o montante de emissões de títulos é reduzido, o volume negociado é baixo, enfim, nos vários indicadores relacionados ao mercado de capitais, o desempenho brasileiro é bastante inferior ao de países em condições semelhantes de desenvolvimento.

A baixa disponibilidade de financiamento no Brasil pode ser explicada por uma série de razões, tanto condicionantes macroeconômicas como microeconômicas. Em relação ao primeiro grupo, podem-se destacar: em primeiro lugar a histórica instabilidade macroeconômica brasileira, quer em termos de taxa de inflação, quer em termos de crescimento econômico; a instabilidade institucional; as elevadas taxas de juros praticadas no País; a elevada atratividade dos títulos públicos; entre outros fatores. Em relação ao segundo aspecto, podem-se destacar: a estrutura empresarial brasileira e os fortes incentivos à informalidade; a existência de problemas legais, tanto com legislações inadequadas como pela dificuldade de se fazer cumprir a lei, que, somados à morosidade e à incerteza acerca das decisões judiciais, limitam a utilização e a recuperação de garantias, prejudicam as prioridades de recebimentos e fornecem incentivos ao não-pagamento; a dificuldade de acesso a informações das empresas e de pessoas físicas, geradas por falta de transparência, informalidade e ausência de um sistema de informações positivas; o privilégio concedido aos controladores da empresa ante os pequenos acionistas e investidores; entre outros aspectos. Por esse conjunto de fatores, justifica-se a baixa oferta de financiamento no Brasil, apesar da aparente qualidade de seu mercado financeiro. Percebe-se que, por um lado, as empresas demonstram baixo interesse em recorrer a recursos de terceiros pelas condições adversas que encontram; por outro lado, os investidores sentem-se desestimulados pelo elevado risco a que ficam expostos.

Vários autores têm destacado que o aprofundamento financeiro está diretamente relacionado à transparência, às garantias e ao comprometimento dos tomadores de recursos com os interesses de seus financiadores, que formam os princípios das práticas de governança corporativa, e à capacidade de se fazerem cumprir as leis ou regras estabelecidas (o *enforcement*). Nesse caso, independentemente do risco ou das condições adversas verificadas em um determinado país, se o ambiente legal fosse favorável, os mecanismos de financiamento desenvolver-se-iam, o que tem levado a um grande movimento no Brasil pela criação de tal ambiente: nova lei de falências, revisão da Lei das Sociedades Anônimas (S.As.), reforma do judiciário, dentre outras providências que buscam aprimorar o mercado financeiro nacional. Paralelamente, têm-se desenvolvido mecanismos privados de estímulo a boas práticas de governança e *enforcement*, cabendo destacar a implantação dos níveis diferenciados de governança e a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). A adesão de um grupo significativo de empresas a esses arranjos permite testar se a adoção dessas práticas contribuiu para a melhora dos padrões de financiamento das empresas que a adotaram.

Dessa forma, o objetivo neste artigo é verificar se a adesão a padrões superiores de governança corporativa possibilitou às empresas que a fizeram ter maior acesso ao crédito (maior alavancagem) e obter prazos mais elevados (melhora da qualidade do passivo). Para tal, comparar-se-ão os indicadores financeiros dessas empresas aos das empresas listadas no mercado tradicional da Bovespa, utilizando dados coletados a partir do ano 2000. Com isso, poder-se-á verificar se existe diferença entre os dois grupos de empresas (tradicionais *versus* níveis superiores de governança) e a evolução desses indicadores ao longo dos últimos anos.

O artigo divide-se em três partes, fora a introdução e as considerações finais. Na primeira parte faz-se uma breve revisão da literatura sobre o impacto das práticas de governança corporativa e do *enforcement*, que será chamada de **ambiente legal**, sobre o mercado financeiro e o desenvolvimento. Na segunda parte apresenta-se uma revisão da literatura brasileira sobre o assunto e uma descrição das novas práticas de governança adotadas pela Bovespa. Na terceira parte apresenta-se a análise comparativa da evolução dos indicadores de financiamento entre as empresas que aderiram e as tradicionais, na qual se fará tanto uma descrição das estatísticas utilizadas como um teste econométrico que tenta captar o impacto das melhores práticas de governança corporativa.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA, ENFORCEMENT E FINANCIAMENTO: A IMPORTÂNCIA DO AMBIENTE LEGAL

Para verificar a importância do ambiente legal sobre o desenvolvimento da atividade financeira e sobre o crescimento

econômico, deve-se começar destacando a natureza das transações financeiras e seus problemas. Para entender as particularidades das transações financeiras, pode-se recorrer à chamada **Escola da Informação**, que tem entre seus principais expoentes Joseph Stiglitz, André Weiss e Bruce Greenwald. O mercado financeiro diferencia-se de outros por não se constituir de transações contemporâneas (*spot*), em que, feita a transação, esta se liquida. Por exemplo, no mercado de qualquer bem, o comprador avalia a qualidade do produto, analisa seu preço e toma a decisão de comprar ou não. Realizada a compra, a relação dele com o vendedor esgota-se: ele paga o preço combinado e leva a mercadoria.

No mercado financeiro, por sua vez, transaciona-se uma promessa de pagamento em que o emprestador/investidor adianta recursos para o tomador (empreendedor) em troca de uma promessa de pagamento ou retorno sobre os recursos adiantados. Note que, nesse caso, deve-se avaliar a qualidade dessa promessa de pagamento, a qual depende de um conjunto de fatores: ambiente econômico, desempenho do mercado, setor de atividade, ocorrência de choques, qualidade do tomador de recursos como **gestor**, empenho do tomador em pagar, entre outros fatores. Percebe-se, portanto, que o cumprimento da promessa de pagamento depende tanto do retorno do projeto financiado influenciado pelo ambiente econômico e pela qualidade da empresa (inclusive de seu gestor) como da vontade/empenho do tomador em realizar o pagamento. O problema que se coloca nessa transação é a assimetria de informações existente entre o emprestador e o tomador de recursos, tendo este último tem melhores condições de avaliar a qualidade da promessa do que o fornecedor de recursos.

A assimetria de informações leva a dois problemas: a seleção adversa, que se refere ao risco de selecionar os tomadores de maior risco; e o risco-moral, que se refere à possibilidade de o tomador agir de maneira que vá contra os interesses do fornecedor de recursos, isto é, não gerar o máximo empenho para que a promessa de pagamento seja cumprida. O primeiro problema é conhecido na literatura como **o problema dos limites**, segundo o qual, na incapacidade de separar o bom do mau tomador, o emprestador tenderia a avaliar pela média, o que levaria a onerar em excesso o bom tomador e ser benevolente com o mau tomador, e o resultado seria que apenas os tomadores de elevado risco ficariam no mercado, eliminando a possibilidade de realizar as transações. O segundo caso resulta em um problema chamado agente-principal, no qual o agente (tomador de empréstimo/gestor da empresa) pode tomar ações contra os interesses do principal (fornecedor de recursos/investidor/acionista) afetando o retorno do investimento. Assim, para que a transação se complete, o pretendente a obter recursos precisa mostrar que dispõe de um bom projeto, que é um bom gestor e que irá empenhar-se para garantir o máximo retorno ao **emprestador**; e o emprestador precisa acreditar ou ter mecanismos que forcem o tomador a, efetivamente, agir de tal forma.

Esses problemas associados às transações financeiras explicam uma série de características do mercado financeiro: o processo de seleção de tomadores por meio da busca de informações, análise de risco de crédito etc.; a exigência de garantias; a complexidade dos contratos financeiros, que constam de cláusulas restritivas, penalidades por má conduta, exigências de seguros, entre outros aspectos que atrapalham o andamento legal; o monitoramento das ações dos tomadores de recursos pelo acompanhamento dos investimentos, auditorias, e demais movimentações financeiras; e outros mecanismos que reduzam qualquer imperfeição do mercado. Esse conjunto de fatores acaba provocando elevados custos de transação e termina por inviabilizar alguns tipos de operações, principalmente, determinados grupos de tomadores, o chamado **racionamento de crédito**.

Essa situação restringe o desenvolvimento financeiro e acaba afetando negativamente o desenvolvimento econômico, o nível de investimento, as possibilidades de redução de pobreza, a geração de emprego, enfim, o bem-estar e as possibilidades de desenvolvimento. Para minimizar esses problemas no mercado financeiro, vários países desenvolveram instituições que buscam reduzir a assimetria de informações e os incentivos adversos aos gestores, como definição de padrões para a produção e divulgação de informações pelas empresas (por exemplo, padrões contábeis, Lei das S.As., exigência de auditorias, publicação de balanços etc.), mecanismos e regras que desestimulem a má conduta no meio empresarial (penalidades contra crimes financeiros, responsabilização de empresas de auditoria, entre outros), desenvolvimento de banco de dados com informações financeiras (cadastro de inadimplentes e centrais de risco de crédito), mecanismos de garantias para emprestadores (priorização de recebimento, programas de saneamento de empresas etc.); entre outros.

Além do desenvolvimento de regras e instrumentos que possam minimizar os problemas de seleção adversa e risco-moral, deve-se conseguir sua aplicação, o chamado *enforcement*. Em outras palavras, uma lei que penaliza ações fraudulentas necessita ser aplicada corretamente para conseguir atingir o objetivo de evitar fraudes, caso contrário, apesar de ela existir, os administradores continuarão se envolvendo em fraudes. A qualidade do *enforcement* depende de um conjunto de fatores: existência de mecanismos, procedimentos legais, qualidade do judiciário em relação à morosidade, custos processuais, independência da justiça e certeza em relação às sentenças (ausência de ambigüidades), entre outros aspectos.

Conforme destacado por Lopes-de-Silanes (2003), o *enforcement* legal depende crucialmente de dois pilares: das características e poder do sistema judiciário e da eficiência das cortes. A efetividade do sistema judiciário está diretamente relacionada a sua independência do poder executivo e a seu grau de especificidade, visto que um judiciário independente do executivo provavelmente será mais resistente às pressões políticas e, quando o sistema judiciário é dedicado especifica-

mente ao mercado de títulos, haverá menor risco de distração com outros assuntos. Em relação à eficiência das cortes, embora o *enforcement* legal e os direitos de propriedade sejam cruciais para o desenvolvimento econômico, se não forem aplicados de forma eficiente, o resultado esperado não será alcançado e a morosidade das cortes pode estimular o descumprimento das leis. Percebe-se que o *enforcement* é tão ou mais importante do que a existência da lei, isto é, tomar ações contra as fraudes é mais importante do que haver uma lei contra elas, mas isso não descarta a importância da existência de uma regulação adequada.

Esse tipo de abordagem enquadra-se na linha de pesquisa que busca relacionar Direito, Instituições e Economia, denominada *Law Economics*. Podem ser citados como precursores nessa linha os trabalhos de La Porta *et al.* (1996 e 1997). La Porta *et al.* (1996) destacam que as leis e a rigidez com que são impostas são fatores determinantes dos direitos que os detentores de títulos possuem e do quão bem eles estão protegidos para reaverem seus recursos. Dessa maneira, países que falham ao proteger seus investidores possuem alta concentração de propriedade por terem a pulverização acionária dificultada pelo mau funcionamento do mercado de capitais, fato acarretado pelas falhas do sistema judiciário. La Porta *et al.* (1997) verificaram que há forte evidência de que o ambiente legal, descrito como a origem legal e a qualidade do *enforcement*, é fator bastante importante para o tamanho e a amplitude do mercado de capitais, a partir da comparação do financiamento externo às empresas em 49 países.

Outro ponto destacado por La Porta *et al.* (1996) é que países que possuem leis derivadas do sistema *Common Law* tendem a proteger seus investidores consideravelmente melhor do que países que possuem leis originadas do sistema *Civil Law*. Isso decorre da principal diferença entre esses dois sistemas legais: a *Civil Law* baseia-se em princípios jurídicos teóricos e a *Common Law* utiliza-se de resoluções de conflitos anteriores e de reinterpretações e adaptações para a aplicação de seus códigos, visando manter os princípios que orientaram os julgamentos precedentes. Beck, Demirgüç-Kunt e Levine (2002) chegam a resultado similar: sistemas legais baseados na *Common Law* são mais eficientes para o desenvolvimento financeiro por possuírem, em geral, subordinação ao Estado menor do que os sistemas baseados na *Civil Law*, além de poderem adaptar-se mais facilmente às mudanças no ambiente econômico, minimizando as lacunas existentes entre as necessidades contratuais da economia e as capacidades do sistema legal.

Dessa forma, o grau de desenvolvimento financeiro de um país está diretamente relacionado à adequação de seu sistema legal e ao bom funcionamento do sistema judiciário (*enforcement*). A existência de leis adequadas no mercado financeiro contribui para a redução de custos na obtenção de informações, elaboração de contratos e mesmo para o *enforcement*, facilitando as transações financeiras. Deve-se destacar a importância

desses dois aspectos, mas vários estudos têm mostrado que, mais relevante do que a lei em si, é o seu cumprimento. Mesmo que o quadro legal pareça adequado, existe a necessidade do *enforcement* para que o sistema legal exerça sua função, isto é, requer-se um sistema judiciário, ou mesmo mecanismos privados, que garanta o pleno e pronto cumprimento da lei sem dúvidas em relação a sua interpretação. Assim, fica claro que em países nos quais tanto o *enforcement* como o quadro legal sejam fracos haverá problemas de **governança corporativa**, que resultarão em fragilidade dos mercados financeiros, baixo financiamento externo das empresas, baixo valor das firmas, elevado custo do capital, entre outros aspectos (BERGLÖF e CLAESSENS, 2004).

É dentro desse quadro, portanto, que aparece a chamada questão da governança corporativa, entendida como o conjunto de mecanismos e instrumentos utilizados pelas empresas e pelo sistema legal para minimizar o problema de confiança do investidor no comprometimento da empresa com seus interesses, além de referir-se a mecanismos que buscam reduzir e resolver os conflitos entre acionistas/credores e entre acionistas/gestores.

Vários países em desenvolvimento, com baixo grau de amplitude financeira, passaram a adotar regras de governança importadas dos países desenvolvidos, mas em muitos casos os resultados foram insignificantes pela ausência de uma estrutura adequada para aplicação do *enforcement* ou pela inadequação das regras às características desses países. Apenas para exemplificar, nos países em desenvolvimento é característica a concentração da propriedade como resposta à dificuldade de obtenção de recursos externos e dos custos envolvidos. Assim, enquanto nos países desenvolvidos o problema de agência se dá entre os gestores da empresa (administradores que concentram o poder) e os acionistas (pulverizados); nos países em desenvolvimento, em geral, a administração é feita pelo controlador (acionista majoritário) e o problema de agência é deste com o conjunto de acionistas minoritários. Assim, a simples transposição das práticas de boa governança pode não ser viável.

A preocupação com a implantação de boas práticas de governança e mecanismos de *enforcement* constitui um dos principais pontos da agenda colocada aos países em desenvolvimento, como forma de facilitar o acesso ao financiamento externo pelas empresas e de possibilitar o desenvolvimento econômico.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL: OS NÍVEIS DA BOVESPA

3.1. Governança corporativa e ambiente legal no Brasil: revisão da literatura

Como destacado anteriormente, uma das características mais relevantes da economia brasileira é a elevada dificuldade

de acesso das empresas ao financiamento externo. A oferta de crédito é bastante reduzida e o mercado de capitais muito limitado. Esse quadro decorre tanto de problemas macroeconômicos (instabilidade econômica, elevadas taxas de juros, etc.) como de fatores microeconômicos e atribui-se grande importância às questões relacionadas à governança corporativa e às dificuldades do *enforcement legal*.

Alguns estudos realizados no País já buscaram verificar a relevância da qualidade do sistema legal e do *enforcement* sobre o sistema de crédito e a estrutura de capital das empresas. Pinheiro (2003) realizou uma pesquisa com magistrados brasileiros e verificou que a possibilidade de múltiplas interpretações das leis e as incertezas na resolução dos processos, inerentes ao sistema judicial do Brasil, aumentam a insegurança e o risco na elaboração dos contratos, levando a maiores custos e desestímulos à atividade econômica. Pinheiro e Cabral (1998) elaboraram um estudo para estimar o impacto do desempenho judicial no desenvolvimento do mercado de crédito nacional. Os autores valeram-se do fato de o sistema judiciário ser segmentado entre os estados, atuando de forma independente em cada um deles, e realizaram uma pesquisa junto a empresários para avaliar a qualidade dos sistemas judiciários nos diferentes estados em relação a um conjunto de aspectos: morosidade, qualidade das decisões, imparcialidade, entre outros. A partir daí relacionaram o índice de qualidade dos judiciários estaduais com a oferta de crédito nos respectivos estados e verificaram que as duas variáveis encontravam-se diretamente relacionadas. Dessa forma, concluíram que a ineficiência judicial tem um impacto negativo no volume de crédito concedido às empresas nacionais, pois, para os agentes financeiros, as garantias reais oferecidas dependem da prontidão com que podem apossar-se delas, o que, por sua vez, está ligado à eficiência do judiciário.

Como o sistema judicial brasileiro prejudica o nível de desenvolvimento dos mercados de crédito e de capitais, as empresas não conseguem ter acesso a fontes de capital a custos competitivos, tendo menos chances de continuar operando. Todavia, empresas bem estabelecidas nos mercados onde atuam e que empregam elevados padrões de transparência em suas demonstrações contábeis são menos propensas a sofrer restrição ao crédito, uma vez que permitem que as instituições financeiras as avaliem de forma mais adequada, oferecendo maior credibilidade. Barcelos e Carvalho (2002) confirmaram que o grau de transparência e o grau de imobilização dos ativos foram considerados como fatores determinantes para obtenção de crédito, principalmente para empresas de capital aberto.

As empresas de capital aberto, por sua vez, dispõem de maior liquidez, maior acesso aos fundos disponíveis na economia, melhores condições de negociação junto a bancos, maior disciplina na gerência da companhia e consolidação da imagem institucional no mercado financeiro, o que procede da própria natureza do *status* societário desse tipo de empresa, concedendo-lhe uma grande vantagem ante as empresas de

capital fechado e as sociedades anônimas para a obtenção de recursos.

A Korn/Ferry International realizou em 2001, em conjunto com a MacKinsey & Company, uma pesquisa que teve por objetivo entender como é a governança corporativa nas grandes empresas brasileiras. Foram entrevistados 127 conselheiros de 74 empresas brasileiras — apenas empresas com faturamento superior a US\$ 250 milhões. As respostas representam a opinião individual de cada conselheiro, mas refletem o ponto de vista das empresas como um todo. A principal conclusão é que o modelo adotado na maioria das empresas brasileiras é caracterizado por forte concentração de propriedade nas mãos de apenas alguns acionistas majoritários — em geral, os três maiores acionistas detêm 85% do total de ações ordinárias —, o que leva a uma sobreposição entre propriedade e liderança executiva, em que os membros do conselho representam o interesse dos acionistas controladores ou majoritários e os acionistas minoritários são pouco ativos. Além disso, as estruturas e os procedimentos de governança são informais, inexistindo, por exemplo, a constituição de subcomitês na estrutura organizacional. Outro ponto de destaque é que, apesar de os acionistas minoritários acharem a transparência na comunicação insuficiente, a maioria dos membros do conselho considera satisfatório o nível de comunicação com os mercados financeiros, pois argumentam que não há interesse em divulgar informações sigilosas aos concorrentes. Esses resultados sinalizam os baixos padrões de governança das empresas e contribuem para explicar as dificuldades de financiamento.

A transparência, a prestação de contas e a equidade no tratamento entre os acionistas formam os princípios da boa governança corporativa. As empresas que empregam tais práticas de gestão dão aos investidores maior segurança de que terão um bom retorno por suas aplicações e de que não serão lesados em nenhum direito por aqueles que empregarem seus recursos, oferecendo um estímulo adicional para que os detentores de capital demandem seus títulos ou estejam dispostos a financiá-las.

A melhora na percepção do mercado das empresas que adotaram melhores práticas de governança foi constatada pelo trabalho feito por Silveira (2002), que teve por objetivo investigar se a estrutura de governança corporativa foi relevante para as companhias brasileiras abertas de 1998 a 2000 e se as companhias que se adequaram às normas de governança recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) alcançaram maior valor de mercado ou tiveram melhor desempenho nesse período. Para tal, foram utilizadas três variáveis de governança: presença de pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, tamanho do conselho de administração e independência do conselho. Os resultados mostraram que empresas que separaram a ocupação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho causaram uma percepção melhor no mercado do que propriamente

no desempenho resultante das atividades operacionais da companhia. A variável tamanho do conselho mostrou que um conselho com tamanho intermediário é melhor para o desempenho da companhia, embora isso não seja captado pelo mercado. Por fim, a variável independência do conselho não apresentou relação significativa com as variáveis de valor e desempenho. Resumidamente, a relação entre governança e valor de mercado é diferente daquela existente entre governança e desempenho da empresa, sendo mais forte com o valor da empresa.

A maior parte dos trabalhos realizados sobre o assunto mostra que o emprego das boas práticas de governança corporativa acaba aumentando a demanda pelos papéis da empresa, valoriza os títulos de sua emissão, reduzindo o custo de capital. Esse fato, associado a uma exigência dos demandantes — fundos de pensão, investidores estrangeiros, entre outros —, tem levado a uma maior preocupação das empresas com a adoção de boas práticas de governança. A lentidão na adaptação do quadro legal e do sistema judiciário a práticas consideradas adequadas ao mercado financeiro levou ao surgimento de arranjos privados que passam a exigir boas práticas das empresas. Entre esses acordos, cabe destacar as certificações da Bovespa para práticas diferenciadas de governança, nas quais se exigem determinados compromissos das empresas em relação à transparência, tratamento a acionistas e adesão a mecanismos diferenciados para a resolução de conflitos como forma de aumentar as garantias aos investidores e tornar o mercado mais atraente. Essa iniciativa pode contribuir para maior desenvolvimento do mercado de capitais pela criação de mecanismos que permitam superar os constrangimentos criados pela inadequação da regulamentação do mercado no Brasil.

3.2. Níveis diferenciados de governança Bovespa

Recentemente, a Bovespa criou um segmento de listagem de empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e transparência além do exigido pela Lei Federal n.6404/1976, a qual regulamenta os padrões contábeis na elaboração das demonstrações financeiras das sociedades anônimas. Essa listagem recebe o nome de Novo Mercado e tem como finalidade aumentar o grau de segurança oferecido aos acionistas e melhorar a qualidade das informações prestadas pelas empresas.

As novas regras societárias impostas às empresas que desejam fazer parte do Novo Mercado, genericamente chamadas de **boas práticas de governança corporativa**, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações prestadas pelas companhias e determinam a resolução dos conflitos por meio de uma Câmara de Arbitragem, agilizando e especializando as decisões tomadas acerca dos contratos. Essas regras estão contidas no Regulamento de Listagem e sua principal inovação é a proibição da emissão de ações

preferenciais, além de outras novas obrigações das companhias abertas participantes. O principal motivo da criação desse novo instrumento de governança é a ampliação da possibilidade de captar recursos a custos competitivos para as empresas participantes e aumentar a segurança para os agentes financeiros em investimentos de longo prazo.

As empresas atualmente listadas no Novo Mercado estão relacionadas no quadro 1, juntamente com suas respectivas datas de adesão.

Quadro 1

Empresas Listadas no Novo Mercado

Empresa	Data de Adesão
Cia de Concessões Rodoviárias — CCR	01/02/2002
Cia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo — Sabesp	24/04/2002
CPFL Energia S.A.	29/09/2004
Diagnósticos da América Latina S.A. — DASA	19/11/2004
Grendene S.A.	29/10/2004
Natura Cosméticos S.A.	26/05/2004
Porto Seguro S.A.	22/11/2004
Renar Maçãs S.A.	28/02/2005

Fonte: Banco de Dados Bovespa.

Além do Novo Mercado, foram criados os **níveis diferenciados de governança corporativa**, chamados de Nível 1 e Nível 2, em que se classificam as empresas que têm ações preferenciais em sua estrutura acionária, mas que estão dispostas a tornar-se mais transparentes e oferecer mais garantias para os investidores. A adesão a essas novas práticas de governança distingue a companhia como Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido pela empresa. A companhia será classificada no Nível 1, se assumir um comprometimento com melhorias na qualidade das informações dadas ao mercado e com a pulverização acionária; ou no Nível 2, no qual, além das obrigações contidas no Nível 1, a empresa adota um conjunto mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários. A principal diferença do Nível 2 para o Novo Mercado é a possibilidade de a empresa ter ações preferenciais em sua estrutura de capital. Há, dessa forma, quatro segmentos diferentes para classificação das ações na Bovespa, que são: mercado tradicional, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. O quadro 2 apresenta as empresas listadas no Nível 1 e as respectivas datas de entrada.

As empresas listadas no Nível 2 estão relacionadas no quadro 3, juntamente com suas datas de adesão.

Percebe-se que esses níveis diferenciados já contam com quase 50 empresas, sendo oito no Novo Mercado, 33 no Nível 1 e oito no nível 2. Chama a atenção que as novas aberturas de capital, como a Natura, a Grendene e a Renar, aparecem listadas

Quadro 2

Empresas Listadas no Nível 1

Empresa	Data de Adesão
Aracruz Celulose S.A.	16/04/2002
Banco Bradesco S.A.	26/06/2001
Banco Itaú Holding Financeira S.A.	26/06/2001
Bradespar S.A.	26/06/2001
Brasil Telecom Participações S.A.	09/05/2002
Brasil Telecom S.A.	09/05/2002
Braskem S.A.	13/02/2003
Cia. Brasileira de Distribuição	29/04/2003
Cia. de Fiação e Tecidos Cedro e Cachoeira	02/10/2003
Cia. de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	18/09/2002
Cia. Energética de Minas Gerais — Cemig	17/10/2001
Cia. Hering	13/12/2002
Cia. Vale do Rio Doce	12/12/2003
Confab Industrial S.A.	19/12/2003
Fras-Le S.A.	11/11/2004
Gerdau S.A.	26/06/2001
Itaúsa — Investimentos Itaú S.A.	26/06/2001
Klabin S.A.	10/12/2002
Mangels Industrial S.A.	21/03/2003
Metalúrgica Gerdau S.A.	25/06/2003
Perdigão S.A.	26/06/2001
Randon S.A. Implementos e Participações	26/06/2001
Ripasa S.A. Celulose e Papel	12/11/2001
Rossi Residencial S.A.	05/02/2003
Sadia S.A.	26/06/2001
S.A. Fábrica de Produtos Alimentícios Vigor	04/10/2001
São Paulo Alpargatas S.A.	15/07/2003
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	05/08/2004
Unibanco Holdings S.A.	26/06/2001
Unibanco União de Bancos Brasileiros S.A.	26/06/2001
Unipar — União de Ind. Petroquímicas S.A.	24/11/2004
Votorantim Celulose e Papel S.A.	14/11/2001
Weg S.A.	26/06/2001

Fonte: Banco de Dados Bovespa.

no Novo Mercado. A expectativa da adoção das melhores práticas de governança é que o aumento na transparência e os maiores compromissos com os acionistas resultem em valorização da empresa e menores custos de capital, facilitando o acesso a recursos externos.

Carvalho (2003) analisou o efeito sobre preço, volume, volatilidade e liquidez das ações das empresas que migraram para os níveis de governança corporativa da Bovespa. O estudo foi dividido em três partes. Na primeira, foi pesquisado o efeito sobre os preços por meio do método dos momentos, o qual consiste em projetar os retornos que deveriam ser observados quando houve a migração da empresa e compará-los com os retornos obtidos de fato; dessa maneira, constatou-se que os

Quadro 3

Empresas Listadas no Nível 2

Empresa	Data de Adesão
ALL — America Latina Logística S.A.	25/06/2004
Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A. — Celesc	26/06/2002
Eletropaulo Metrop. Eletric. de São Paulo S.A.	13/12/2004
Eternit S.A.	02/03/2005
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	24/06/2004
Marcopolo S.A.	03/09/2002
Net Serviços de Comunicação S.A.	27/06/2002
Suzano Petroquímica S.A.	25/11/2004

Fonte: Banco de Dados Bovespa.

retornos realmente observados foram maiores do que os esperados, o que mostra que a migração teve um efeito positivo sobre os preços das ações, embora não seja possível determinar a magnitude do aumento. O efeito sobre o volume foi calculado na segunda parte, por meio de duas estruturas de painéis que se diferenciavam da seguinte forma: uma considerou que os volumes negociados de cada ação são igualmente afetados pelas variações do volume total transacionado na Bovespa, formando um painel agregado; a outra foi um painel desagregado, considerando que cada ação é afetada diferentemente por variações no volume total de negociações na bolsa. Os resultados mostraram que, quando se ignora o efeito que a variação total no volume negociado na bolsa causa no volume individual de cada ação, há um aumento no volume negociado após a migração. Por outro lado, quando se estima o efeito da migração sobre a maneira como o volume de cada ação é afetado pelo volume total transacionado na Bovespa, observa-se uma queda nessa variável dependente. Por fim, para testar os efeitos sobre a liquidez e a volatilidade, assumiu-se que a volatilidade no período t é uma constante (volatilidade básica), acrescida de um componente de transmissão de volatilidade passada e outro relativo ao volume transacionado, que, por sua vez, é uma medida de liquidez, pois mede variações no preço como resposta ao volume transacionado. Os testes mostraram que o componente fixo da volatilidade aumenta com a migração, o que não representa um aumento da volatilidade, dado que a resposta da volatilidade a variações no volume e nos fatores macroeconômicos se reduz. Esse resultado para a volatilidade mostra que há um aumento na liquidez após a migração, pois indica que o preço passa a responder menos ao volume transacionado, logo, a migração provoca uma redução da volatilidade da ação como resposta a fatores do cenário econômico.

Assim, segundo o estudo citado, as melhores práticas de governança são percebidas e valorizadas pelo mercado, visto que as empresas que migraram para os segmentos de governança da Bovespa tiveram uma redução em seu *underpricing*.

ing no lançamento de suas ações, o que mostra sua valorização perante as demais.

4. ALAVANCAGEM E PERFIL DO PASSIVO: A INFLUÊNCIA DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA

Como destacado anteriormente, as empresas brasileiras caracterizam-se por baixo acesso a recursos de terceiros. Esse fato pode estar associado ao ambiente legal, à qualidade do judiciário e à dificuldade de obtenção de informações das empresas. Determinados estudos demonstraram a maior facilidade de empresas de capital aberto na obtenção de recursos de terceiros. As dúvidas em relação às informações e aos compromissos das empresas também podem afetá-las, reduzindo o prazo de seus financiamentos. Assim, pode-se imaginar que empresas que ampliem o acesso às informações e adotem melhores práticas de governança possam ter maior acesso a recursos de terceiros e consigam um alongamento de prazos. Nesta seção pretendemos verificar se as empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança da Bovespa apresentam maior alavancagem (acesso a recursos de terceiros em relação ao capital próprio) e maior participação de recursos de longo prazo, em relação às empresas que não aderiram.

Neste trabalho, pretende-se testar a hipótese de que a adesão às normas de governança contidas no Novo Mercado, no Nível 1 e no Nível 2 altera a estrutura de capital das empresas mediante o aumento da participação do capital de terceiros no passivo total, pois as cláusulas contidas nas formas de governança tendem a aumentar a disponibilidade de informações ao investidor, ao mesmo tempo em que facilitam o acesso às garantias firmadas em contrato, diminuindo o risco-moral envolvido nas transações. Assim, as estruturas de governança podem reduzir a restrição ao crédito, baixar o custo dos financiamentos e aumentar o valor dos benefícios das empresas. Desse modo, mesmo incorrendo em maiores custos associados a uma melhor governança corporativa, isso pode resultar em melhor desempenho da empresa.

4.1. Dados e estatísticas descritivas

Para verificar a influência da governança corporativa na estrutura de endividamento das empresas nacionais de capital aberto, foi montada uma amostra com dados trimestrais dos balanços consolidados das Sociedades Anônimas (S.As.) que possuem ações negociadas na Bovespa e que estão disponíveis no banco de dados da Economática, compreendendo o período de janeiro de 2000 a setembro de 2004, totalizando 19 trimestres. A amostra conta com o total de 337 companhias. Para a análise das estatísticas, as empresas foram classificadas nos grupos apresentados no quadro 4.

Os grupos foram montados pela combinação entre a participação nos segmentos diferenciados de governança da

Quadro 4

Grupos de Empresas

Nome do Grupo	Descrição	Quantidade Total de Empresas
GTrad	Empresas que fazem parte do Mercado Tradicional	297
G01	Empresas que entraram para um dos níveis de governança em 2001	15
G02	Empresas que entraram para um dos níveis de governança em 2002	11
G03	Empresas que entraram para um dos níveis de governança em 2003	9
G04	Empresas que entraram para um dos níveis de governança até o terceiro trimestre de 2004	5
Bovespa	Total de Empresas da Amostra	337

Bovespa com o ano de entrada nos diferentes níveis, para evitar que a adesão de uma empresa a um dos níveis em um determinado ano interfira nas estatísticas dos demais anos na análise das variáveis selecionadas.

Observa-se na tabela 1 que, na média, os tamanhos do Ativo Total e do Patrimônio Líquido das empresas que aderiram a algum dos níveis de governança são maiores do que os das empresas que compõem o mercado tradicional; entretanto, o desvio-padrão é muito alto, o que mostra que há empresas de todos os tamanhos nas duas segmentações.

Foram selecionadas para a análise do acesso a recursos de terceiros quatro variáveis: 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. Dessa maneira, pode-se avaliar a alavancagem do capital de terceiros em relação ao capital próprio. A primeira variável é definida como a soma dos financiamentos de curto e longo prazos, mais as debêntures de curto e longo prazos, mostrando, assim, o passivo oneroso da empresa, ou seja, o endividamento feito mediante entidades financeiras e captações no mercado de títulos por meio de debêntures; o índice de DB/PL é calculado pelo próprio banco de dados Economática. O índice PE/PL permite observar todo o tipo de dívida que a empresa possui, tanto a curto como a longo prazo, sendo mais amplo do que o índice de endividamento bruto, pois engloba dívidas a pagar com fornecedores, salários, entre outros. Os dois últimos índices (PC/PL e ELP/PL) mostram o perfil do endividamento pelo capital de terceiros

Tabela 1

**Comparação entre Ativo Total e Patrimônio Líquido das Empresas dos Diferentes Níveis
(Dados de Dezembro de 2003)**

Classificação	Número de Empresas	Ativo Total		Patrimônio Líquido	
		Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
Níveis de Governança	40	19.383.580,85	38.601.309,90	3.059.892,23	3.825.531,11
Mercado Tradicional	297	4.512.726,71	4.515.266,80	1.250.612,13	6.017.884,02
Bovespa	337	6.394.543,17	25.036.938,92	1.485.559,11	5.817.572,61

Fonte: Banco de Dados Econômica.

como porcentagem do capital próprio. Os três últimos índices de endividamento foram construídos a partir dos dados de balanço coletados no banco de dados Econômica. Na tabela 2 consta a média anual dos índices de endividamento.

Os dados mostram que, seguindo a média do mercado total (grupo Bovespa), a DB/PL aumentou para todos os grupos até o ano de 2002 e depois diminuiu, porém a queda foi maior para as empresas que fazem parte do mercado tradicional (GTrad) do que para as empresas que entraram nos níveis

diferenciados de governança. O índice de PE/PL apresenta um patamar bastante distinto entre os grupos no ano 2000, crescendo para todos os grupos de 2001 para 2002, com uma variação relativamente pequena de 2002 para 2003 e voltando a cair de 2003 até o terceiro trimestre de 2004. Não é possível notar, entretanto, tendência alguma de diferenciação entre as empresas que entraram para os novos segmentos de governança e aquelas que permaneceram no mercado tradicional, dado que as variações ocorreram de forma muito diferente entre os grupos.

A análise do PC/PL mostra que, para todos os grupos, esse índice aumentou do ano 2000 para 2001 e diminuiu entre 2003 e 2004, sofrendo variações distintas entre os dois períodos, mas não há nenhuma relação que mostre que o PC/PL das empresas que entraram para os três níveis diferenciados de governança tenha sofrido alguma alteração diferenciada do índice das empresas do GTrad após o ano de adesão, visto que as variações não seguiram nenhum padrão. O índice de ELP/PL mostra que, enquanto as empresas do GTrad apresentaram uma forte retração, as empresas que em algum momento aderiram a melhores práticas de governança tiveram aumento, exceto para o G04. Como no ELP estão incluídas as obrigações da empresa que apresentam liquidação superior ao ciclo operacional da mesma — tais como empréstimos e financiamentos de instituições financeiras de longo prazo, debêntures a pagar, fornecedores de equipamentos de grande porte, entre outras —, pode-se imaginar que as melhores práticas de governança são valorizadas pelos investidores, alterando o perfil de vencimento das dívidas mediante empréstimos mais longos.

Para testar as conclusões obtidas acerca da influência da adesão aos três níveis de governança sobre os índices de endividamento, foram feitos quatro testes econométricos, um

Tabela 2

Média Anual dos Índices de Endividamento

Médias das Variáveis Analisadas							
	Período	Gtrad	G01	G02	G03	G04	Bovespa
DB/PL	2000	3,48	0,80	1,78	0,51	1,01	3,20
	2001	2,19	0,85	3,55	0,78	1,20	2,14
	2002	3,67	1,13	4,77	1,43	1,67	3,52
	2003	3,33	1,02	5,95	1,24	1,57	3,26
	até 3º trimestre 2004	2,06	0,83	5,29	1,06	0,92	2,08
PE/PL	2000	9,19	3,33	3,67	0,97	1,54	8,45
	2001	5,26	4,01	5,69	1,42	1,85	5,09
	2002	9,22	5,72	7,10	2,50	2,74	8,74
	2003	8,64	5,43	8,78	2,40	2,41	8,27
	até 3º trimestre 2004	5,94	5,28	7,46	2,11	1,42	5,78
PC/PL	2000	4,12	2,37	1,12	0,52	0,75	3,82
	2001	2,66	2,78	1,97	0,73	0,73	2,58
	2002	4,41	3,67	2,35	1,18	1,27	4,19
	2003	4,92	3,38	4,39	1,16	1,16	4,69
	até 3º trimestre 2004	3,06	3,34	2,29	0,99	0,68	2,95
ELP/PL	2000	4,96	0,86	2,59	0,39	0,77	4,54
	2001	2,67	1,09	3,85	0,56	1,04	2,57
	2002	4,98	1,84	4,75	1,07	1,38	4,69
	2003	3,79	1,83	4,42	1,00	1,21	3,62
	até 3º trimestre 2004	3,05	1,72	5,43	0,97	0,55	2,97

para cada índice. O modelo faz a estimação de dados em painel por meio de mínimos quadrados generalizados para efeitos aleatórios, corrigindo a heteroscedasticidade e/ou autocorrelação dentro dos painéis. As variáveis explicativas utilizadas foram: tamanho do ativo total, para controle do tamanho da empresa, e uma variável *dummy* para a entrada das empresas nos diferentes níveis de governança, construída da seguinte forma: 1, se a empresa se encontra em um dos três níveis diferenciados de governança, e 0, caso contrário. Assim, as empresas que aderiram ao Novo Mercado, ao Nível 1 ou ao 2 de governança tiveram 0 nessa variável até o trimestre em que entraram e, a partir de então, passaram a ter 1; as empresas que não entraram em momento algum para os segmentos diferenciados de governança tiveram 0 em todas as observações dessa variável.

Como os índices são calculados por meio da divisão das variáveis de endividamento pelo patrimônio líquido, deve-se destacar que eles podem ser negativos, ou seja, como as variáveis supracitadas não podem ser negativas, pode acontecer de algumas empresas terem PL abaixo de zero, fato explicado pela própria definição de PL, que é a diferença entre o total de ativos e a soma dos grupos do PE e resultados de exercícios futuros. Quando o PL é negativo, diz-se que a empresa apresenta um **passivo a descoberto**. Como as empresas que possuem patrimônio líquido negativo são, geralmente, muito endividadas, apresentando, assim, um alto índice numa escala crescente de alavancagem, as observações que tinham índices negativos, devido ao PL negativo, foram retiradas da amostra para não interferirem nos resultados. Além disso, os índices de endividamento foram centrados em relação à média do mercado total (Bovespa), de forma que os possíveis efeitos de fatores macroeconômicos, como influência das taxas de juros e crescimento do produto, fossem isolados, não sendo necessário, portanto, incluir uma *dummy* para os trimestres. Assim, 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:

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

em que:

Y = variável dependente;

gc = *dummy* de governança corporativa;

at = ativo total.

A tabela 3 apresenta os resultados das regressões obtidos em relação à variável explicativa de governança corporativa.

Nota-se, portanto, que os resultados dos testes corroboram as conclusões obtidas com as estatísticas descritivas. Para a amostra estudada, a variável *at* foi estatisticamente significativa em relação a todas as variáveis dependentes, embora os coeficientes tenham sido muito pequenos, sendo negativo somente em relação à variável $d_pldifme$. A variável de governança foi estatisticamente significativa para as variáveis $d_pldifme$, $pc_pldifme$ e $elp_pldifme$, mas houve correlação positiva somente com as variáveis $d_pldifme$ e $elp_pldifme$, mostrando que as empresas que adotaram as melhores práticas de governança da Bovespa aumentaram sua captação de recursos em bancos e demais instituições financeiras, refletindo a maior confiança depositada por investidores, e aumentaram também o alongamento das dívidas; em relação à variável $pc_pldifme$, o coeficiente da *gc* foi negativo, o que pode ser explicado pelo fato de que, como as empresas que entraram para o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de governança aumentaram seu endividamento de longo prazo, o endividamento de curto prazo foi reduzido. A *gc* não foi estatisticamente significativa para explicar a evolução da variável $pe_pldifme$, ou seja, a governança, para esta amostra, não interferiu nas contas do passivo total das empresas, mostrando que as despesas legais e sociais contidas no PE, relacionadas com o nível de atividade das empresas (como impostos e salários a pagar, além de muitas outras contas dessa natureza), não são diretamente afetadas pelos níveis de governança adotados.

Conclui-se, portanto, que a hipótese deste trabalho foi confirmada, ou seja, o aumento da segurança dada aos investidores pelos parâmetros que cerceiam as melhores práticas de governança corporativa, como a maior transparência, o aumento da qualidade na prestação de contas e a equidade no tratamento entre todos os acionistas, apesar de aumentar os custos administrativos, é percebido pelo mercado, permitindo às empresas que adotam as boas práticas de governança aumentarem sua captação de recursos no mercado financeiro e alongarem o perfil de suas dívidas, mostrando que, quanto melhores forem os padrões de governança, menor será a restrição ao crédito sofrida pelas companhias, pois as estruturas de governança ajudam a sanar, pelo menos em parte, o problema da falta de garantias e da pouca definição dos direitos de propriedade causados pela insegurança em relação ao sistema judiciário brasileiro.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo neste trabalho foi discutir como a adoção de melhores práticas de governança corporativa influencia o acesso das empresas a recursos de terceiros. A preocupação decorre do baixo acesso das empresas brasileiras a financiamento externo, situação que pode ser explicada em parte por fatores microeconômicos associados à falta de informações, à falta de garantias, à insegurança jurídica, a problemas legais, entre outros aspectos, além, é claro, do ambiente macroeconômico.

Tabela 3
Resultados para a Variável de Governança

Variáveis Explicativas	Variáveis Dependentes			
	d_pldifme	pe_pldifme	pc_pldifme	elp_pldifme
at	-4,35 x10 ^{-07*} (9,42 x10 ⁻⁰⁸)	5,64 x10 ^{-08*} (4,30 x10 ⁻⁰⁹)	4,42 x10 ^{-08*} (2,99 x10 ⁻⁰⁹)	9,14 x10 ^{-09*} (1,59 x10 ⁻⁰⁹)
gc	25,79585* (8,51699)	-0,3588018 (0,2953785)	-0,4123522* (0,1326597)	0,2796435** (0,1604286)
Número de Observações	6.055	5.543	5.543	5.543

Notas: * Significante a 1%. ** Significante a 10%.

Vários estudos demonstram a importância do ambiente legal e da qualidade do judiciário para o desenvolvimento financeiro; assim, a partir desses trabalhos, tentou-se verificar se, no caso brasileiro, as empresas teriam maior alavancagem (acesso a recursos de terceiros) se aceitassem aderir a melhores práticas de governança, ampliando o acesso dos financiadores a informações e aumentando suas garantias. Para tal, comparou-se o desempenho das empresas que aderiram aos níveis diferenciados de governança da Bovespa em relação àquelas que não aderiram.

Testou-se a importância da governança em relação a quatro variáveis — Dívida Bruta/PL, Passivo Exigível (total)/PL, Passivo Circulante/PL, Exigível a Longo Prazo/PL —, controladas pelo tamanho da empresa. Os resultados mostraram que as melhores práticas de governança influenciaram positivamente o acesso à dívida com o mercado financeiro e contribuíram para o alongamento do prazo do passivo (exigível a longo pra-

zo), diminuindo o total do passivo circulante. O passivo exigível não se mostrou influenciado pela governança, 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. Assim, pode-se dizer que existe uma sinalização de que melhores práticas de governança diminuem a restrição ao crédito das empresas. Isso não quer dizer que o problema estará automaticamente resolvido na economia brasileira se todas as empresas aderirem a melhores práticas de governança, se houver uma ampla reforma do judiciário, se melhorarem os padrões de *enforcement*, se forem ampliadas as garantias dos financiadores (lei de falências). Os problemas macroeconômicos persistem, a estrutura do setor bancário persiste, enfim, continuar-se-á a ter restrições ao financiamento. O estudo simplesmente mostra que as empresas que adotaram melhores práticas de governança tiveram maior acesso a recursos no mercado financeiro. ♦

**REFERÊNCIAS
BIBLIOGRÁFICAS**

BARCELOS, L.C.; CARVALHO, A. *Determinantes do acesso ao crédito empresarial no Brasil*. Texto para discussão n.815. Rio de Janeiro: IPEA, 2002. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 15 ago. 2003.

BECK, Thorsten; DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. *Law and finance: why does legal origin matter*. National Bureau of Economic Research Working Papers, n.w9379, Dec. 2002. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 10 jul. 2003.

BERGLÖF, Erik; CLAESSENS, Stijn. *Corporate governance and enforcement*. World Bank Policy Research Working Papers, n. 3409, Sept. 2004. Disponível em: <<http://www.worldbank.org>>. Acesso em: 3 out. 2004.

CARVALHO, Antonio Gledson de. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Texto preparado para a Bovespa, 2003. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>.

Acesso em: 20 out. 2003.

KORN/FERRY INTERNATIONAL; MCKINSEY & COMPANY. *Panorama de governança corporativa no Brasil*. 2001. Disponível em: <<http://www.mckinsey.com>>. Acesso em: 10 dez. 2003.

LA PORTA, Rafael et al. *Law and finance*. National Bureau of Economic Research Working Papers, n.w5661, July 1996. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 10 jul. 2003.

_____. *Legal determinants of external finance*. National Bureau of Economic Research Working Papers, n.w5879, Jan. 1997. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 10 jul. 2003.

LOPES-DE-SILANES, Florêncio. *A survey of securities laws and enforcement*. New Haven: Yale University, 2003.

PINHEIRO, A. *Judiciário, reforma e economia: a visão dos magistrados*. Texto para discussão n.966. Rio de Janeiro: IPEA, 2003. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br>>. Acesso em: 15 ago. 2003.

PINHEIRO, A.; CABRAL, C. *Mercado de crédito no Brasil: o papel do judiciário e de outras instituições*. Rio de Janeiro: BNDES, 1998. Ensaio BNDES 9. Disponível em: <[\[www.bndes.gov.br\]\(http://www.bndes.gov.br\)>. Acesso em: 8 set. 2003.](http://</p>
</div>
<div data-bbox=)

SILVEIRA, Alexandre Di M. da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 2002. 165f. Dissertação (Mestrado em Administração) — Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 12 fev. 2004.

The impact of adhesion to better corporate governance standards on the entrepreneurial financing

In Brazil, the attainment of credit for the companies is made it difficult by the uncertainties concerning the court decisions and by weak enforcement of the laws, what shows its institutional fragility. The present work searches to verify if the improvement in the corporate governance of the companies, for improving the quality of the information given to the market and improving the pledge of the borrowers with the investors, contributes to smooth the institutional imperfections of the country, increasing the financing of the companies. To achieve this, the work compares the indexes of leverage of the companies who had adhered to the norms contained in the governance differentiated standards of the São Paulo Stock Exchange (Bovespa) with the companies who had continued negotiating its shares in the traditional market. The results of the tests with panel data had shown that, controlling for the size of the companies (total asset), the dummy variable of governance was positively correlated and statistical significant for the indexes of Gross Debt /Net Equity (NE) and Long-Term Liabilities/NE, negatively correlated and statistical significant with the index of Current Liabilities/NE and did not present statistical significance for the Debt (total)/NE. By this way, the two first indexes show that the companies with better levels of governance had increased its financing with the financial entities and its total long-term indebtedness, but had had a reduction in its total indebtedness of short term, what can explain the insignificance of the dummy variable of governance for the total debt, as shown by the last index.

Uniterms: corporate governance, *Novo Mercado*, indebtedness, leverage, capital structure.

El impacto de la adhesión a mejores estándares de gobernación corporativa en el financiamiento empresarial

En el Brasil, el logro del crédito para las compañías le es hecho difícil por las incertidumbres referentes a las oraciones judiciales y por la aplicación débil de las leyes, qué demuestra su fragilidad institucional. El actual trabajo busca para verificar si la mejora en el gobernación corporativa de las compañías, por mejorar la calidad de la información dada al mercado y mejorar el compromiso de los prestatarios con los inversionistas, contribuye para amenizar las imperfecciones institucionales del país, aumentando el financiamiento de las compañías. Para alcanzar esto, el trabajo compara los índices de la palancada de las compañías que habían adherido a las normas contenidas en los estándares distinguidos de gobernación de la Bolsa de Acción de São Paulo (Bovespa) con las compañías que habían continuado negociando sus partes en el mercado tradicional. Los resultados de las pruebas con datos en painel habían demostrado que, controlando para el tamaño de las compañías (activo total), la variable dummy de la gobernación fue correlacionada positivamente y estadísticamente significativa para los índices de Deuda Bruta / Patrimonio Neto (PN) y Pasivo de Largo Plazo/PN, negativamente correlacionado y estadísticamente significativa con el índice de Pasivo Circulante/PN y no presentó la significación estadística para la Deuda (total)/PN. Por esta manera, los dos primeros índices demuestran que las compañías con niveles mejores del gobernación habían aumentado su financiamiento con las entidades financieras y su endeudamiento a largo plazo total, pero habían tenido una reducción en su endeudamiento total de corto plazo, qué puede explicar la insignificancia de la variable simulada del gobernación para la deuda total, según lo demostrado por el índice pasado.

Palabras clave: gobernación corporativa, *Novo Mercado*, endeudamiento, palancada, estrutura de capital.