

## **A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

### **DANIELA DI DOMENICO**

Universidade Comunitária da Região de Chapecó- Unochapecó  
didomenico@unochapeco.edu.br

### **VANDERLEI GOLLO**

Universidade Regional de Blumenau - FURB  
vande\_gollo@hotmail.com

### **ALZIRA APARECIDA ZANATTA NOAL**

Uno-Chapecó  
alziranoal@unochapeco.edu.br

### **JULIANA FABRIS**

UNOCHAPECO - Universidade Comunitária da Região de Chapecó  
jf\_cco@hotmail.com

## Área: Finanças

### A GOVERNANÇA CORPORATIVA E A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

#### RESUMO

O presente artigo tem por objetivo geral analisar a existência de diferenças nos indicadores de estrutura de capital de acordo com os níveis de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Quanto à metodologia utilizada é de caráter descritivo, por meio de análise documental e levantamento e abordagem quantitativa. A população compreendeu 616 e a amostra final 103 empresas, no período de 2009 a 2013, além disso, foi utilizado o teste de Levene para averiguar a homogeneidade das variâncias e o teste T para igualdade das médias. Os resultados apontaram que as variáveis independentes, Participação de Capital de Terceiros (PCT), Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL), não possuem relação significativa com a variável dependente da Governança Corporativa. Quanto a variável independente de Imobilização do Patrimônio Líquido a Longo Prazo (IPL\_LP), apresentou um índice de significância de 0,053, ou seja, muito próximo as demais variáveis independentes. Com tudo deve-se considerar que as empresas que aderem aos níveis de governança corporativa possuem outros ganhos, como por exemplo, a imagem das empresas perante os investidores e ao próprio mercado de capitais.

**Palavras-Chave:** Governança corporativa. Estrutura de capital. Indicadores.

#### ABSTRACT

This article has the objective to analyze the existence of differences in capital structure indicators according to the corporate governance levels of Brazilian companies listed on the BM & FBOVESPA. As for the methodology used is descriptive, through document analysis, survey, and quantitative approach. The population comprised 616 and the final sample 103 companies, from 2009 to 2013, in addition, we used the Levene test to verify the homogeneity of variances and the t test for equality of means. The results showed that the independent variables, Third Capital Participation (PCT), Fixed Assets Shareholders' Equity (IPL), have no significant relationship with variable dependent on Corporate Governance. As for Immobilization, independent variable in Shareholders' Equity Long-Term (IPL\_LP) showed a 0.053 significance level, is very close to the other independent variables. With all should consider that companies that adhere to levels corporate governance have other gains, such as the image of the company to investors and the capital market itself.

**Keywords:** Corporate Governance. Capital structure. Performance.

#### 1 INTRODUÇÃO

As empresas brasileiras vêm se deparando com um novo perfil de investidores, não apenas preocupados na busca de oportunidades, mas também com a organização das empresas. Conforme Vieira et al. (2011) as preocupações ocorrem por ser reflexo do panorama internacional, principalmente após os escândalos financeiros envolvendo grandes empresas norte-americanas, e brasileiras. A preocupação dos investidores é válida quando vista por este panorama.

As organizações são vistas como um conjunto de contratos estabelecidos entre os diversos participantes (fornecedores, clientes, governo, acionistas, investidores, etc.). Cada

qual contribui com a empresa e recebe algo em troca. No entanto, as relações contratuais não são perfeitas, proporcionando um ambiente não favorecido à assimetria informacional que reduz os conflitos de interesse, funcionando como um mecanismo de governança corporativa e de proteção aos investidores (DALMÁCIO; REZENDE, 2008).

A partir da década 1990, a governança corporativa, por meio de um conjunto de mecanismos, representa uma ferramenta capaz de alavancar o desempenho econômico-financeiro das empresas, bem como o caminho pelo qual os fornecedores se asseguram. Com isso, desta década em diante, as práticas de governança corporativa têm sido implantadas em empresas, principalmente de capital aberto, com o objetivo de combater fraudes e o abuso de poder (FERNANDES; DIAS; CUNHA, 2010).

Baseado neste entendimento, a grande preocupação é o investimento, crucial para o crescimento das empresas e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico dos países onde estão inseridas. A disponibilidade de capital para financiamento depende da canalização eficiente de recursos dos agentes poupadores para os investimentos produtivos, esta canalização, por sua vez, depende fundamentalmente da confiança dos investidores não apenas em relação à viabilidade econômico-financeira dos empreendimentos, mas também em relação à obtenção para si dos frutos decorrentes do investimento realizado (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

De acordo com Vieira et al. (2011) o elevado custo dos financiamentos e a escassez de recursos fazem crescer a importância da rentabilidade e estrutura de capital no campo das finanças, na medida em que contribuem para o equilíbrio econômico-financeiro da empresa. Assim, a estrutura de capital representada pelas proporções do financiamento da empresa com capital de terceiros e capital próprio, pode ser definida como o conjunto dos títulos usados para financiar as atividades empresariais.

Sob este aspecto, o estudo procura responder à seguinte questão: Qual a existência de diferenças nos indicadores de estrutura de capital de acordo com os níveis de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA? O objetivo do estudo é analisar a existência de diferenças nos indicadores de estrutura de capital de acordo com os níveis de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA.

Segundo Silveira, Perobelli e Barros (2011) a governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos que visam aumentar a probabilidade de os fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, para que o capital investido seja empregado de forma correta, e para que não seja desviado no decorrer do processo. Esta preocupação decorre fundamentalmente, da existência de uma situação de separação entre propriedade e controle, em que as pessoas fornecedoras de capitais não participam diretamente das decisões corporativas, é por estes fatores que, justifica-se a importância da estrutura de capital, podendo ser um mecanismo de governança relevante para as organizações.

A pesquisa aborda a importância que a influência da estrutura de capital retrata sob a governança corporativa, que para Vieira et al. (2011), as fontes de financiamento, representadas no lado do passivo do balanço patrimonial, envolvem os recursos de terceiros de curto prazo (passivo circulante), recursos de terceiros de longo prazo (passivo exigível a longo prazo) e recursos próprios de longo prazo (patrimônio líquido), com indicadores que demonstram a situação financeira das empresas.

Por meio das variáveis escolhidas a pesquisa responde à questão que argumenta o estudo, mostra sucintamente para a sociedade investidora e investida de capital aberto, o desempenho das empresas desta amostra, o comportamento financeiro das empresas, a relevância que a governança corporativa aplica sob a estrutura capitalista das empresas.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

A revisão da literatura apresenta os conceitos que sustentam o assunto e servem de base para atender o desenvolvimento da pesquisa. Inicialmente foi abordado o conhecimento sobre governança corporativa, seguido pela importância das práticas de governança nas empresas de capital aberto, pela estrutura de capital e por fim, apresenta-se estudos correlatos ao tema pesquisado.

## 2.1 Governança corporativa

O cenário brasileiro nos últimos anos vem passando por inúmeras modificações, principalmente pela alta competitividade e pelo elevado grau de globalização presente no mercado mundial, que remete a inúmeros investidores internacionais na busca de boas oportunidades no país, não apenas nas oportunidades, mas também em encontrar um ambiente favorável, passando assim a adotar boas práticas de governança corporativa (VIEIRA, et al., 2011).

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2014), governança corporativa é um conjunto de processos, costumes, políticas, leis, regulamentos trazidos para orientar o desenvolvimento das organizações, em que os principais atores são os acionistas, a alta administração e os demais colaboradores, fornecedores, clientes, bancos, credores entre outros. Estes, porém, procuram controlar seus interesses independente da maneira.

Em um sentido mais amplo, essas razões refletem características tradicionalmente atribuídas à governança corporativa que é a sua suposta capacidade de melhorar o desempenho financeiro de uma empresa e o seu valor de mercado por meio de práticas que reduzem os conflitos entre acionistas e gestores. A governança é considerada um instrumento para lidar com o problema de agência, que, por sua vez, pode afetar variáveis como o custo de financiamento e os preços de ações de uma empresa (LOPES; BERNARDES; LARA, 2009).

A governança corporativa relaciona-se à gestão de uma organização, sendo alvo de interesse dos empresários quando percebem que suas práticas contribuem para resolver conflitos de interesse entre diretores e acionistas. No entanto, para interferir sobre esse problema, a governança precisa estar inserida em um ambiente institucionalizado harmonioso, visto que as práticas de governança permitem que sejam estabelecidas normas e regras claras e coerentes para fluir o interesse dos investidores, com objetivo de tornar as organizações relevantes para haver o investimento (VIEIRA et al., 2011).

Para ocorrer harmonia entre os *stakeholders*, as práticas de governança são convertidas em princípios e recomendações, destacadas pelo IBGC (2010). A transparência é caracterizada como o desejo de disponibilizar a todas as partes interessadas as informações de seu interesse. A equidade é caracterizada pelo tratamento justo de todos os sócios e *stakeholders*. A prestação de contas (*accountability*) é o momento que os agentes devem prestar contas da sua atuação, assumindo as consequências de atos e omissões. E por fim, a responsabilidade corporativa motiva os agentes a zelar pela sustentabilidade das organizações, visando sua continuidade, e incorporando conceitos de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

## 2.2 Práticas de governança corporativa sugeridas pelo IBGC

Nas últimas décadas, para auxiliar as organizações foram aprimorados e elaborados códigos de conduta, tais como alteração na Lei das S/A, nova lei das falências, a atuação de importantes agentes do mercado de capitais, IBGC, Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (ANBID), Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES), Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) e, Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o intuito de fornecer incentivos, mecanismos e recomendações de melhores práticas de governança.



assimetria de informação entre acionistas controladores, gestores da companhia e os participantes do mercado. A adesão aos níveis de governança corporativa representa vantagem para as empresas e também aos investidores que terão mais segurança ao comprar ações pelo aumento de transparência, diminuindo assim o risco. Por outro lado, as empresas que aderem aos segmentos terão o benefício de conseguir uma melhor precificação em suas ações (VENTURA et al., 2012).

Segundo a BM&FBOVESPA (2014) a adesão aos segmentos de governança corporativa é voluntária, requerendo assinatura de um contrato, em que os responsáveis pela companhia comprometem-se a seguir as regras impostas. E, mesmo que uma empresa siga as regras da governança corporativa, mas não tenha registrado sua adesão, ou seja, assinado o contrato, não será classificada. Portanto, a adesão aos níveis de listagem da Bovespa é uma atitude que deve partir da empresa, em que esta se compromete a seguir as boas práticas de governança corporativa.

### 2.3 Estrutura de capital

A estrutura de capital é um tema ainda bastante controverso em teoria de finanças, mesmo que o assunto venha sendo discutido nos meios acadêmicos há cerca de 50 anos. Um dos principais temas da teoria de finanças corporativas diz respeito à estrutura de capital das empresas. Estrutura de capital refere-se à maneira como as empresas utilizam capital próprio e capital de terceiros para financiar os seus ativos. Resumidamente, os capitais próprios são recursos fornecidos pelos sócios ou acionistas, enquanto os capitais de terceiros envolvem os recursos obtidos por meio de dívidas (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Juntamente com o endividamento, o conhecimento do retorno sobre ativos, investimentos, patrimônio líquido e a rentabilidade das vendas, proporcionam melhor avaliação do desempenho organizacional. As decisões que envolvem os custos da origem dos recursos (passivo) e os retornos de sua aplicação (ativos) devem ser discutidas de maneira integrada, pois o volume dos investidores depende das condições de financiamento (VIEIRA, et al. 2011).

A literatura financeira, também argumenta a importância da perda de flexibilidade, que ocorre do fato de se trabalhar com alto endividamento. Empresas com valores elevados de dívidas perdem a possibilidade de tomar novas dívidas, caso necessitem para investimento inesperado. Outra teoria criada como ordem de importância por Myers (1984) é denominada de PeckingOrder, ou ordem de preferência, que leva em conta a informação existente no mercado de capitais (NAKAMURA et al., 2008).

Para Perobelli e Famá (2001) os conceitos relacionados à estrutura de capital são considerados o marco inicial das finanças corporativas modernas. As empresas destinam aos credores, parte do fluxo na forma de pagamento de juros e, aos acionistas, os lucros residuais gerados, a serem pagos no futuro.

No contexto brasileiro o desenvolvimento das teorias sobre estrutura de capital ocorreu em ambientes econômicos diferentes, apresentando características que não se verificam em economias em desenvolvimento como o Brasil, ao contrário das economias desenvolvidas. O mercado brasileiro apresenta certas ineficiências que impactam diretamente nas decisões de financiamento das empresas. Entre elas está o mercado de capitais restrito a elevada concentração do controle acionário das empresas e a forte restrição de fontes de capital de terceiros a longo prazo (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Na medida em que os administradores estão melhor bem informados que os investidores estabelecem uma ordem de preferência entre os recursos, preferindo em primeiro lugar utilizar recursos gerados internamente, e se necessário recorrer a recursos de terceiros. Visando neste sentido a entrada da governança corporativa da empresa na tomada de decisões, tornando-as transparentes. Entende-se que há dependência do conhecimento de ambas as

partes. Para que acionistas e gestores obtenham conhecimento simultâneo, a fim de não gerar conflito de interesses e proporcionar uma relação positiva na qualidade da governança, a partir das boas práticas (NAKAMURA et al., 2008).

Observa-se, por este aspecto que a escolha da estrutura de capital pode ser um mecanismo de governança relevante. É plausível que o grau de endividamento influencie a adoção de outros mecanismos de governança. Empresas mais endividadas poderiam apresentar melhores práticas, por imposição dos credores, ou com intuito de aumentar sua capacidade de captação de recursos (SILVERIA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Conforme Brito, Corrar e Batistella, (2007) as fontes de financiamento podem ter influência na estrutura de capital, a teoria de PeckingOrder retrata que há hierarquia nas fontes de financiamento das empresas, as teorias de custos de falência e dos custos de agência sustentam que os fatores risco, tamanho, composição dos ativos, crescimento e tipo de capital tem influência na estrutura de capital das empresas. Empresas que dispõem de ativos fixos para oferecer aos credores tem maior capacidade de endividamento, as que tem crescimento com maior flexibilidade podem escolher seus investidores, empresas de capital aberto têm opção de financiar seus projetos de investimentos por meio de captação de recursos junto a investimento no mercado de capitais.

#### 2.4 Estudos correlatos

A estruturação dos estudos correlatos teve como base a análise de pesquisas realizadas anteriormente sobre governança corporativa e estrutura de capital.

Silva et al. (2011) sustentam que a adesão às práticas de governança corporativa pode ser entendida como uma estratégia da empresa, com o intuito de se tornar competitiva e criar um ambiente propício para a recepção de investidores, procurando assim reduzir o custo com a captação de fontes de financiamento. Este estudo tem como objetivo investigar se existem diferenças entre as empresas que aderiram às práticas de governança corporativa antes e após a efetiva adesão aos níveis diferenciados. Os resultados obtidos levam à conclusão que existem evidências estatisticamente significantes para se rejeitar a hipótese nula, de que a adesão dessas empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa afeta o risco das empresas no mercado.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) analisaram as diferentes teorias desenvolvidas ao longo dos últimos 40 anos. Sugerem que as empresas podem selecionar sua estrutura de capital de acordo com determinantes atributos teóricos relevantes. O estudo investiga empiricamente a influência das práticas de Governança Corporativa das empresas sobre a estrutura de capital. A qualidade da governança é mensurada por índice abrangente proposto em pesquisa anterior e construída para uma amostra de empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa. Os resultados obtidos sugerem que o grau de alavancagem financeira das empresas é significativamente influenciado por suas práticas de governança.

O estudo de Correa, Basso e Nakamura (2013), em sua pesquisa referente à “Estrutura de Capital das Maiores Empresas Brasileiras: Análise Empírica das Teorias de PeckingOrder e Trade-Off”, usando Dados em Painel, buscou analisar o nível de endividamento, abordando determinantes como nível de endividamento das empresas, dos ativos e a rentabilidade bem como a relação do endividamento com o risco. Os resultados apontaram que o setor de atividade não apresenta relevância estatística como determinante do endividamento. Apontaram também que o nível de capital exerce influência significativa nos níveis de endividamento das empresas e que as empresas estrangeiras são mais endividadas que as nacionais.

Santos e Rodrigues (2012) analisaram os fatores que influenciam o desempenho financeiro e a estrutura de capital das empresas que atendem as premissas do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA. As técnicas de análises dos dados

foram às medidas convencionais de posição e dispersão e análise multivariada de regressão múltipla. Foram construídos três modelos teóricos, tendo como variáveis dependentes o retorno aos acionistas (ROE), o retorno dos ativos (ROA) e a proporção do patrimônio líquido na estrutura de capital (PL). As evidências da pesquisa confirmam a forte significância do giro do ativo e da margem operacional para explicar as medidas de desempenho. Não obstante, as variáveis de liquidez e equilíbrio financeiro da empresa, também foram significativas para explicar os resultados dessas empresas.

O estudo de Vieira et al. (2011) objetivou avaliar se a adoção às práticas de governança corporativa influencia a estrutura de capital e o desempenho das empresas. As técnicas de análises são de relatórios administrativos, variáveis, etc. Em síntese, os resultados obtidos mostram que as empresas que aderiram ao N1, N2 e NM no período estudado estão desencadeando esforços para adoção de práticas de governança, pelo menos as sugeridas pelas normativas. As melhorias de estrutura de capital e desempenho observados são pouco influenciadas pela adoção de tais práticas.

Os estudos correlatos foram importantes para o desenvolvimento deste conteúdo, mostrando por meio de estudos já realizados a importância de se pesquisar sobre o assunto em questão, apontando como as empresas estão inseridas nos níveis de governança. Cada autor atende a um propósito neste contexto, todos com um objetivo.

### **3PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Para análise da influência da estrutura de capital sobre as práticas de governança corporativa das empresas brasileira de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, utilizou-se quanto aos objetivos uma pesquisa de caráter descritivo. O objetivo deste tipo de estudo é descrever as características de determinada população e as informações são fornecidas do banco de dados, tendo a interferência do pesquisador no processo de informações que foi levantado no estudo (GIL, 2008).

Quanto aos procedimentos, a pesquisa foi realizada por meio de análise documental e levantamento. Conforme Raupp e Beuren (2012), a pesquisa documental fundamenta-se na análise em documentos secundários, contemporâneos ou retrospectivos, cientificamente autênticos que pode organizar informações que estão perdidas, resultando em uma nova fonte de consulta.

A pesquisa por levantamento caracteriza-se dos mais diversos tipos, a exemplo dos socioeconômicos, e são desenvolvidos ao longo de várias etapas, sendo que os problemas propostos para investigação geralmente o são de maneira bastante geral, para que se possa realizar a pesquisa com a precisão requerida, é necessária especificá-los. Os objetivos gerais são o ponto de partida, indica a direção a seguir desenvolveu-se levantamento devido ao gênero das empresas listadas na BM&FBOVESPA (GIL, 2010).

Quanto à abordagem do problema é de caráter quantitativo que Segundo Raupp e Beuren (2012) é caracterizado pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados.

A população de estudo consiste de 616 empresas listadas na BM&FBOVESPA, para a amostra as empresas foram classificadas por níveis de governança corporativa (nível 1, nível 2 e novo mercado), excluindo-se aquelas que não apresentavam dados suficientes para verificação. Com este procedimento a amostra resultou em 103 empresas e o período analisado foi de 2009 a 2013.

O Quadro 1 apresenta as variáveis dependentes e independentes selecionadas para este estudo.

**Quadro1 – Variáveis dependentes e independentes do estudo**

AUTORES	VÁRIÁVEL	MEDIDAS	CONCEITO
<b>VARIAVEL DEPENDENTE</b>			
BM&FBovespa	I. Nível de Governança	Nível 1, Nível 2, Novo Mercado	Níveis da BM&FBOVESPA
<b>VARIÁVEIS INDEPENDENTES</b>			
Marion (2012)	II. Estrutura de Capital	Participação do Capital de Terceiros (PCT) = $\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Indicam quantos reais a empresa possui de capital de terceiros para cada \$1,00 de capital próprio.
		Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL) = $\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Indicam quantos reais a empresa imobilizou para cada \$1,00 de Patrimônio Líquido.
		Imobilização do Patrimônio Líquido a Longo Prazo (IPL + ELP) = $\frac{\text{Imobilizado}}{\text{ELP} + \text{PL}}$	Indicam quantos reais a empresa aplicou no Permanente ou Imobilizado para cada \$ 1,00 de ELP e de PL.

Fonte: Dados da pesquisa.

O Quadro 1 apresentou as variáveis selecionadas na necessidade de investigar a influência entre a estrutura de capital com as práticas de governança corporativa, baseado em estudos anteriores. Os dados foram analisados por meio de tabelas e quadros com o auxílio Software Excel.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Visando atender o objetivo proposto no estudo, de analisar a existência de diferenças nos indicadores de estrutura de capital de acordo com os níveis de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, a estatística descritiva das variáveis de estudos foi proposta a fim de identificar o comportamento corporativo das amostras, dos indicadores analisados. A Tabela 1 apresenta os resultados dessa análise.

**Tabela 1 – Estatística da pesquisa das variáveis do estudo**

Variáveis		PCT	IPL	IPL_ELP
	N	514	514	514
Média		1,5661	0,6537	0,4106
Mediana		1,2227	0,3733	0,2947
Moda		1,188200 <sup>a</sup>	0,0001	0,0001
Modelo padrão		2,8184	1,1944	0,4319
Mínimo		-19,1113	-8,0758	-0,4639
Máximo		32,9406	13,1507	2,0333
Percentis	25%	0,6859	0,0241	0,0208
	75%	2,2380	1,0977	0,6841

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis selecionadas, de acordo com o Quadro 1 que consta nos procedimentos metodológicos, ou seja, média, mediana, moda, modelo padrão, mínimo e máximo de cada variável.

Quanto ao indicador PCT a empresa com menor índice possui -19,1113, significa que a empresa possui um valor maior de capital de terceiros do que capital próprio, e o máximo

obtido pelas empresas da amostra foram de 32,9406. Sendo que a média deste indicador é de 1,5661, e a mediana 1,2227, e esta por sua vez representada em percentis, 25% está em torno de 0,6859 e 75% 2,2380.

A empresa com menor índice de IPL possui -8,0758, significando que a empresa possui um valor maior de imobilizado perante ao patrimônio líquido, e o máximo obtido é de 13,1507. A média deste indicador é de 0,6537, e representada em percentis, 25% está em torno de 0,0241 e 75% 1,0977.

No que diz respeito ao IPL/ELP, os resultados apresentam que, as empresas aplicaram no mínimo -0,4639 no permanente ou imobilizado que exigível ao longo prazo e patrimônio líquido, e no máximo 2,0333, sendo que a média deste indicador é 0,4106 e a mediana 0,2947 e representado em porcentagem 25% 0,0208 e 75% 0,6841.

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis de estrutura de capital separadas pelo nível de governança corporativa das empresas.

**Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis independentes em relação a governança corporativa**

Variável Independente	NGC	N	Média	Desvio padrão	Erro padrão da média
PCT	1	278	1,564055	1,424305	0,085424
	2	236	1,568439	3,866398	0,251681
IPL	1	278	0,610986	0,693328	0,041583
	2	236	0,704039	1,594615	0,103801
IPL_ELP	1	278	0,39023	0,417493	0,02504
	2	236	0,434661	0,448074	0,029167

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 2 apresenta os resultados segregados em dois grupos, em que o grupo 1 estão as empresas com níveis diferenciados de governança corporativa e o grupo 2 as empresas do mercado tradicional. As variáveis de estrutura de capital são representadas pelos indicadores PCT, IPL e ELP e mostram o desempenho para as empresas de acordo com a segregação adotada em relação aos níveis de governança corporativa.

O indicador PCT, mostrou pouca diferença para as empresas com governança e sem governança, para as 278 empresas com governança corporativa teve uma média de 1,564055 e para as 236 empresas sem governança obteve 1,568439, isso significa que, o índice está compatível entre as duas situações, o resultado apresenta que para este indicador os níveis não é um viés para este indicador embora algumas empresas aderiram níveis de governança em determinados períodos.

Quanto ao IPL assim como no anterior PCT, as 278 empresas com nível de governança apresentaram uma média de 0,610986 e as 236 empresas que não possuem nível de governança 0,704039, demonstrando também pouco diferença significativa.

E para o indicador ELP, as empresas com governança demonstraram uma média de 0,39023 e para as empresas sem governança foi de 0,434661, significa que a aplicação no permanente está próxima.

As empresas ao longo do período podem ter aderido aos níveis diferenciados de governança. A empresa Ferbasa, do setor econômico da siderúrgica e metalúrgica, atuou nos períodos de 2009 e 2010 no mercado tradicional, adotando o nível 1 em 2011 e permanecendo até o último período analisado. Outro exemplo de empresa que aderiu ao nível diferenciado de governança foi a empresa Ecorodovias, do setor de transportes, passando a integrar o novo mercado no período de 2009. Empresas com níveis diferenciados de governança corporativa são vistas por investidores e público geral como mais confiável.

Observa-se por meio da variável independente a média do patrimônio de terceiros das empresas (PCT), tanto para as empresas que possuem nível de governança quanto para as empresas que não possuem está com percentual parecido, o imobilizado do patrimônio líquido (IPL) também está com percentual igualitário, estão com 0% de diferença para empresas com governança ou sem governança, e no imobilizado do patrimônio líquido (IPL) e exigível a longo prazo (ELP).

A Tabela 3 apresenta o teste de Levene para verificar a igualdade de variâncias populacionais entre dois grupos e o teste t para igualdade de médias. Quando o teste de Levene se mostrar significativo ( $<0,05$ ) é aceito que as variâncias são estatisticamente diferentes, utilizando-se os dados das variâncias iguais não assumidas. Porém, se o teste de Levene não se mostrar significativo ( $>0,05$ ), deve-se aceitar que as variâncias são homogêneas, utilizando-se os dados das variâncias iguais assumidas (FÁVERO et al., 2009).

**Tabela 3 – Teste de Levene**

		Teste de Levene para igualdade de variâncias		Teste-t para Igualdade de Médias				
		F	Sig.	T	df	Sig.	Diferença média	Erro padrão de diferença
PCT	Variâncias iguais assumidas	19,45	0,000	-0,02	512	0,986	-0,00438	0,2497
	Variâncias iguais não assumidas			-0,02	289	0,987	-0,00438	0,2658
IPL	Variâncias iguais assumidas	19,89	0,000	-0,88	512	0,379	-0,09305	0,1057
	Variâncias iguais não assumidas			-0,83	309,7	0,406	-0,09305	0,1118
IPL ELP	Variâncias iguais assumidas	3,77	0,053	-1,16	512	0,246	-0,04443	0,0382
	Variâncias iguais não assumidas			-1,16	485,4	0,248	-0,04443	0,0384

Fonte: Dados da pesquisa.

Os dados da Tabela 3 indicam que para as variáveis PCT e o IPL, o teste de Levene aponta que deve-se considerar variâncias iguais não assumidas, pois a significância ficou inferior a 0,05. Contudo, o teste t de médias indica que as médias de PCT e IPL não são estatisticamente diferentes em razão dos diferentes níveis de governança corporativa.

Quanto ao IPL\_ELP, os resultados apontaram que o teste de Levene apresentou índice de significância superior a 0,05, devendo-se considerar as variâncias iguais assumidas. O teste t de médias apontou que os resultados não apresentam diferenças estatisticamente diferentes entre os dois grupos de empresas. Os resultados da Tabela 3 indicam que a estrutura de capital das empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, não apresentaram resultados diferentes estatisticamente às empresas do mercado tradicional. Assim, pode-se considerar que a participação do capital de terceiros e a imobilização do patrimônio líquido não apresentam variações significativas entre as empresas com estruturas de governança corporativa diferenciadas.

## 5 CONCLUSÕES E PESQUISAS FUTURAS

Esta pesquisa objetivou analisar a existência de diferenças nos indicadores de estrutura de capital de acordo com os níveis de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA.

Para identificar a influência das práticas foi classificado as empresas da amostra por meio dos níveis de governança que estão inseridas Nível 1, Nível 2 Novo Mercado, no período de tempo de 2009 há 2013. Sabe-se que as empresas com nível de governança

corporativa transmitem ao investidor maior confiabilidade, quanto a análise da quantidade de empresas que aderem nível de governança, deve-se considerar que muitas das empresas aderiram nível diferenciado ao longo do período ou até mesmo aderiram um dos níveis, não são todas as empresas da amostra que possuem nível de governança desde o primeiro período analisado.

Quanto ao indicador Participação de Capital de Terceiros (PCT) a empresa com menor índice possui -19,1113 e o máximo obtido pelas empresas da amostra foi de 32,9406. O menor índice de Imobilização do Patrimônio Líquido (IPL) foi de -8,0758, e o máximo obtido foi de 13,1507. Já no que diz respeito ao Imobilização do Patrimônio Líquido a Longo Prazo (IPL/ELP), os resultados apresentam que, as empresas aplicaram no mínimo -0,4639 no imobilizado em relação ao exigível ao longo prazo e patrimônio líquido, e no máximo 2,0333.

A relação das variáveis independentes (PCT, IPL, IPL/ELP) com a governança corporativa, demonstrou que quanto ao indicador PCT, existe pouca diferença significativa, em torno de 0,28% a mais para as empresas sem governança corporativa.

Quanto ao IPL assim como no anterior PCT, demonstrou também pouca diferença significativa, em torno de 13,21% a maior para empresas que não possuem nível de governança. E para o indicador ELP, as empresas sem governança em torno de 10,22% a maior de que as demais empresas.

Por fim o teste t de médias apontou que os resultados não apresentam diferenças estatisticamente diferentes entre os dois grupos de empresas. Os resultados indicam que a estrutura de capital das empresas com níveis diferenciados de governança corporativa, não apresentaram resultados diferentes estatisticamente às empresas do mercado tradicional. Assim, pode-se considerar que a participação do capital de terceiros e a imobilização do patrimônio líquido não apresentam variações significativas entre as empresas com estruturas de governança corporativa diferenciadas.

Em síntese os resultados obtidos mostram que as empresas com governança têm mais homogeneidade valores mais próximos entre as empresas de capital de sua empresa. No entanto, a estrutura de capital pouco influencia nas práticas de governança corporativa. Com tudo consideram-se outros ganhos, como por exemplo, a imagem das empresas que aderem a governança corporativa perante os investidores e ao próprio mercado de capital.

A pesquisa permite ser aprimorada por estudos vindouros, acrescentado outras variáveis, utilizando novas técnicas estatísticas, atribuindo assim, para a ampliação e melhoria dos estudos que envolvem a governança corporativa e a estrutura de capital.

## REFERÊNCIAS

AGUIAR, A. B; CORRAR, L. J; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **Revista Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 29-30 2004.

BM&FBOVESPA S.A. – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Índice o que a Bolsa Faz**. 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/intro-sobre-a-bolsa.aspx?>>. Acesso em: 20. Maio 2014.

BRITO G.; A.; S.; CORRAR, L.; J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade Financeira**, v. 18, n. 43, p. 11-16, 2007.

CORREA, A. C.; BASSO, C. F. L.; NAKAMURA, T. W. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de peckingorder e trade-off, usando panel data. **Revista Administração Mackenzie**, v. 14, n.4, p. 109-126,2013.

DÁLMACIO, F. Z. **Mecanismos de governança e acurácia das provisões dos analistas do mercado brasileiro**: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização. 2009. 242 f.Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. Governança Corporativa no Contexto Brasileiro: um Estudo do Desempenho das Companhias listadas nos Níveis da BM&FBOVESPA. In: SEMEAD, 13, 2010. São Paulo-SP. **Anais...** São Paulo: SEMEAD, 2010.

GIL, Antônio Carlos. In: GIL, A. C. (Org.). **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 2008.p.100 -101.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. IBGC - **Índice Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 2014. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx?>>. Acesso em: 14 jun.2014.

LOPES, G. E. H.; BERNARDES, P; LARA, C. L.; Governança corporativa e desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Economia & Gestão**, v.19, n.19, p.18-20, 2009.

MARION, José Carlos. Contabilidade empresarial. In MARION, José Carlos (Org.): **Análise das demonstrações contábeis**. Teoria e prática. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

NAKAMURA, W. T.; MARTIM, L. M. D.; FORTE, D; FILHO, C. F. A. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003.**Revista Contabilidade Financeira**, v. 18, n. 44, p. 34-35, 2007.

PEROBELLI, C. F. F.; FAMA, R. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista Administração**, v. 37, n.3, p. 33-46, 2002.

PICCOLLI, P. G. R.; SOUZA, W. V.; SOUZA, A.; CORSO, J. M. A influência da adoção de práticas de governança corporativa na valorização das ações de companhias listadas na Bovespa. **Perspectiva Contemporânea**, v. 7, n. 2, p. 98-119, 2012.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, I. M. (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**: teoria e prática. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 92-93.

SANTOS, L. F. D; RODRIGUES, V, S. Estrutura de capital e determinante do desempenho financeiro das empresas sustentáveis da BM&FBOVESPA. **Revista Administração e Contabilidade**, v. 4, n. 3, p. 04-20, 2012.

SILVA, W. V.; SILVEIRA, S. A. A.; CORSO, J. M.; STADLER, H. A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 4, p. 82-97, 2011.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C.; Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3 p. 765-767, 2008.

VENTURA, A. F. A.; SANTOS, V. S.; VENTURA JUNIOR, R.; FIRMINO, G. R. A relação dos níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica. **REUNA**, v.17, n.3, p. 73-84, 2012.

VIEIRA, K. M.; VELASQUEZ, M. D.; LOSEKANN, V. L.; CERETTA, P. S. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 49-67, 2011.