



RGC, São Paulo, v. 6, n.1, dez. 2019
ISSN 2359-313X

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

**RELATIONSHIP BETWEEN CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL
CONSTRAINT IN BRAZILIAN COMPANIES**

Breno Augusto de Oliveira Silva
E-mail: breno.silva@iftm.edu.br
Instituto Federal do Triângulo Mineiro – IFTM/MG
Av. Randolfo Borges Júnior, 2900 - Univerdecidade, Uberaba - MG, 38064-300

Daniel Ferreira Caixe
E-mail: danielfcaixe@gmail.com
Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS/RS
Av. Paulo Gama, 110 - Farroupilha, Porto Alegre - RS, 90040-060

Elizabeth Krauter
E-mail: ekrauter@usp.br
Universidade de São Paulo (FEA-RP) USP/SP
Av. Bandeirantes, 3900 - Vila Monte Alegre, Ribeirão Preto - SP, 14040-905

RESUMO

Este estudo teve como objetivo investigar a relação entre governança corporativa e restrição financeira no Brasil. Com tal finalidade, foi construído um painel não balanceado formado por 248 companhias brasileiras ao longo de 2006 a 2015. A qualidade das práticas de governança foi medida por meio do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC), enquanto os índices KZ, WW e FCP foram usados como proxies para o grau de restrição financeira. Os resultados do teste de Mann-Whitney, do teste de correlação de Spearman e de modelos de regressão linear indicaram que há uma relação negativa entre qualidade da governança corporativa e restrição financeira. Esses resultados foram interpretados como uma evidência de que a adoção de melhores padrões de governança pode reduzir restrições financeiras ao mitigar assimetria informacional e conflitos de agência.

Palavras-chave: Governança corporativa, restrição financeira, IPGC.

ABSTRACT

This study aimed to investigate the relationship between corporate governance and financial constraint in Brazil. To this end, we construct an unbalanced panel of 248 Brazilian companies from 2006 to 2015. The quality of corporate governance practices was measured by the Corporate Governance Practices Index (IPGC), while KZ, WW and FCP indexes were used as proxies for the degree of financial constraint. The results of the Mann-Whitney test, the Spearman correlation test and linear regression models showed that there is a negative relationship between corporate governance and financial constraint. We interpreted these results as evidence that the adoption of better governance standards can reduce financial constraints by mitigating informational asymmetry and agency conflicts.

Keywords: Corporate governance, financial constraint, IPGC.

INTRODUÇÃO

Diferentemente do suposto em Modigliani e Miller (1958), os mercados de capitais possuem imperfeições que fazem com que a estrutura financeira possa afetar as decisões de investimento das firmas. Mais especificamente, conflitos de agência e assimetrias informacionais tendem a restringir o acesso das empresas a fontes externas de financiamento, inviabilizando a aprovação de investimentos com valor presente líquido positivo (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Harris & Raviv, 1991).

Essas imperfeições tendem a provocar o surgimento de restrições financeiras, que podem se manifestar, basicamente, de duas formas. A primeira é via racionamento de crédito (Almeida & Campello, 2002; Whited & Wu, 2006), no qual a companhia não consegue captar o volume de crédito almejado. A segunda é via defasagem entre o custo dos recursos externos e internos (Fazzari, Hubbard & Petersen, 1988), na forma de um elevado prêmio de risco para os capitais externos. Quanto maior essa defasagem ou a dificuldade de acesso ao crédito, mais restrita financeiramente tende a ser a firma e, conseqüentemente, mais investimentos deixam de ser realizados.

Nos estudos sobre restrições financeiras, não há, entretanto, um consenso a respeito da melhor maneira de se mensurar adequadamente o grau de restrição financeira de uma dada empresa. Diferentes variáveis têm sido utilizadas para classificar *a priori* as firmas como restritas financeiramente. Entre elas, destacam-se: índice de *payout*, fluxo de caixa, rentabilidade, tamanho e *status* financeiro da empresa (Fazzari et al., 1988; Povel & Raith, 2001; Moyen, 2004; Cleary, 2006; Cleary, Povel & Raith, 2007). Combinando essas e outras variáveis, alguns estudos propuseram índices de restrição financeira, como o KZ (Lamont, Polk & Saá-Requejo, 2001), o WW (Whited & Wu, 2006) e, mais recentemente, o FCP (Schauer, Elsas & Breitkopf, 2019).

Esses indicadores de restrição não levam em consideração a forma como as companhias são governadas. Nesse contexto, os mecanismos de governança corporativa assumem um papel importante, ao promoverem transparência na divulgação de informações e alinhamento de interesses entre tomadores de decisão

e proprietários, mitigando assimetrias informacionais e conflitos de agência. Logo, é provável que a adoção de boas práticas de governança possa impactar o grau de restrição financeira das firmas (Francis, Hasan, Song & Waisman, 2013).

Nesse sentido, o presente estudo investigou o relacionamento entre governança corporativa e restrição financeira por meio de dados longitudinais de companhias brasileiras ao longo do período de 2006-2015. O nível de restrição financeira das empresas foi mensurado a partir dos índices KZ, WW e FCP. Para medir a qualidade das práticas de governança corporativa, foi usado o Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC), o qual aborda diversos aspectos de um modelo de governança, como transparência, independência do conselho e direitos dos acionistas (Carvalho-da-Silva & Leal, 2005; Leal, 2014).

Embora o IPGC já tenha sido empregado em diversos estudos nacionais da área de finanças (Silveira, Leal, Carvalho-da-Silva & Barros, 2009; Lameira, Ness, Silva, Motta & Klötzle, 2010; Catapan & Colauto, 2014; Barros, Silva & Voese, 2015; Silva, Caixe & Krauter, 2019), até o momento não há pesquisas que investigaram sua capacidade de mensurar o grau de restrição financeira das firmas. O presente estudo contribui para essa literatura ao demonstrar que o IPGC pode atuar como uma *proxy* para restrição financeira. De forma mais precisa, os resultados de diferentes testes paramétricos e não paramétricos sugerem que as companhias brasileiras com melhores práticas de governança são menos restritas financeiramente.

Além da introdução, o presente artigo foi estruturado em mais cinco partes. Na segunda parte, é apresentado o referencial teórico que deu sustentação às análises, destacando os principais conceitos relacionados à assimetria informacional e conflitos de agência como razões para o surgimento de restrições financeiras. Na terceira parte estão os aspectos metodológicos, abrangendo o questionário utilizado para a construção do IPGC, as variáveis do estudo e os testes estatísticos utilizados. Na quarta parte são discutidos os resultados das análises e por fim, na última parte são apresentadas as considerações finais.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

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

Demarzo, Fishman, He e Wang (2012) e Francis et al. (2013) mencionam que as restrições financeiras decorrem basicamente de dois fatores: assimetria de informações e conflitos de agência. A assimetria informacional faz com que os investidores externos, cientes de seu desconhecimento das informações sobre a qualidade dos projetos da empresa, tendam a demandar prêmios maiores para compensar o alto nível de risco assumido, fruto de sua “ignorância” (Myers & Majluf, 1984, p.188) em relação às informações não disponíveis e dos custos para monitorar as ações dos gestores (Jensen & Meckling, 1976). Esse prêmio pode elevar o custo dos recursos externos acima do custo de oportunidade do financiamento interno (Greenwald, Stiglitz & Weiss, 1984; Myers & Majluf, 1984), expondo a empresa a restrições financeiras. Essa ideia é corroborada por Fazzari et al. (1988, p.142), que afirmam que, como resultado da assimetria de informações, “o custo de uma nova dívida ou emissão de ações pode diferir substancialmente do custo de oportunidade do financiamento interno gerado por meio de fluxo de caixa e lucros retidos”. Além disso, a assimetria de informações pode levar também ao racionamento quantitativo do crédito (Stiglitz & Weiss, 1981; Greenwald et al., 1984). Quanto maior o risco da empresa em termos de disponibilidade de informações

relativas às suas oportunidades de investimento, menor a sua capacidade de novos endividamentos (Albarez & Valle, 2009). Isso porque na impossibilidade de se avaliar o risco de custo-benefício e de se monitorar o investimento financiado, os fornecedores de crédito externo somente se dispõem a investir em projetos arriscados caso consigam aumentar suficientemente as taxas de juros sem se engajarem em problemas de seleção adversa (Stiglitz & Weiss, 1981). Isso faz com que empresas com maiores disponibilidades de recursos internos (mais baratos) dependam menos de financiamento externo (mais caro) para implementar seus projetos de investimento, sendo vistas pelos credores e investidores como de menor risco.

Nesse contexto, a adoção de melhores práticas de governança corporativa, principalmente por meio da transparência e da estrutura do conselho, permite a redução da assimetria de informações. Kanagarethnam, Lobo e Whalen (2007) demonstraram que o grau de assimetria informacional das firmas é negativamente relacionado com a independência do conselho e a participação acionária dos diretores executivos. Já Holm e Scholer (2010) evidenciaram que a transparência na divulgação das informações e a independência do conselho são mecanismos-chave da governança na tentativa de reduzir os problemas de assimetria.

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

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

Novamente, os mecanismos de governança corporativa tendem a atenuar os efeitos desses tipos de conflitos, uma vez que promovem o alinhamento dos interesses entre *insiders* e *outsiders* (Shleifer & Vishny, 1997). Pawlina e Renneboog (2005) confirmam essa hipótese, ao demonstrar que os efeitos das restrições financeiras provêm principalmente dos custos de agência do fluxo de caixa livre. Os autores argumentam que quanto menor a concentração de propriedade e controle e maior a participação dos gestores, mais alinhados são os interesses das partes e menores os conflitos de agência. Além disso, o maior monitoramento decorrente da maior participação de acionistas externos minimiza o problema do fluxo de caixa livre e facilita o acesso a fontes externas de financiamento.

Portanto, em cenários de imperfeições dos mercados, com presença de problemas de agência e informações assimétricas, a qualidade das práticas de governança corporativa parece ser um critério pertinente para diferenciar as empresas quanto ao grau de restrição financeira, na medida em que visa minimizar os impactos dos conflitos de agência e da assimetria informacional, tornando as fontes externas de financiamento mais acessíveis e menos onerosas às empresas (Chen, Chen & Wei, 2009; Francis et al., 2013). Assim, espera-se que quanto maior a qualidade da governança, maior a capacidade da empresa em atrair recursos

externos com custos mais baixos e, portanto, menor o seu grau de restrição financeira. Sob esse arcabouço teórico, a hipótese a ser testada no presente estudo foi a seguinte:

Hipótese: Empresas com melhores práticas de governança corporativa são menos restritas financeiramente.

No âmbito acadêmico, no Brasil e em outras partes do mundo, pesquisadores têm utilizado diferentes variáveis para determinar a qualidade da governança corporativa das empresas, dentre eles, a estrutura de propriedade e controle, direitos dos acionistas, *disclosure*, tamanho etc., e no caso de empresas brasileiras, também a participação em segmentos diferenciados de listagem da B3. Recentemente, a utilização de índices de governança corporativa amplos, elaborados a partir de perguntas objetivas e que resumem em uma única medida diversos mecanismos e práticas de governança, têm tido destaque na determinação dessa qualidade (Klapper & Love, 2002; Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Black, Jang & Kim, 2006; Agca & Mozumdar, 2008; Francis et al., 2013). No Brasil, destacam-se os estudos de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Silveira e Barros (2008) e Correia, Amaral e Louvet (2011), na construção de índices que podem ser utilizados para determinar a qualidade da governança de empresas brasileiras.

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

perguntas (Leal, 2014), abordando as seguintes dimensões: (1) *disclosure*; (2) composição e funcionamento do conselho de administração; (3) ética e conflitos de interesse; e (4) direitos dos acionistas. De forma semelhante ou com algumas adaptações, o IPGC de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) foi utilizado em várias pesquisas subsequentes (Silveira et al., 2009; Lameira et al., 2010; Catapan & Colauto, 2014; Barros et al., 2015; Silva et al., 2019).

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

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para investigar a relação entre a qualidade das práticas de governança e o grau de restrição financeira das empresas, foram analisados dados em painel de uma amostra formada por 248 firmas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas em cada um dos principais segmentos da B3 (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional) de 2006 a 2015. Foram excluídas da amostra as empresas financeiras, devido às suas peculiaridades operacionais, financeiras e regulatórias.

A qualidade das práticas de governança corporativa foi determinada por meio do IPGC desenvolvido por Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) e revisto e atualizado por Leal (2014). O cálculo do IPGC é realizado a partir do número de respostas positivas a cada pergunta do questionário. Para cada resposta positiva é atribuída um ponto para o *score*. O *score* final para cada empresa varia entre zero (pior qualidade de governança) e 20 (melhor qualidade de governança). A Tabela 1 apresenta o questionário do IPGC atualizado por Leal (2014), com as dimensões de governança abordadas e as respectivas perguntas.

Após o cálculo do IPGC, as empresas da amostra foram divididas em quintis

de acordo com os valores de IPGC calculados, totalizando cinco conjuntos com igual número de empresas cada um. Considerando-se o objetivo de comparar os grupos mais heterogêneos em termos de IPGC, optou-se por agrupar o primeiro com o segundo conjuntos (Q12-IPGC), cujos valores de IPGC correspondem aos 40% menores da amostra ordenada (0-40%), e agrupar o quarto com o quinto conjuntos (Q45-IPGC), cujos valores de IPGC representam os 40% maiores da amostra ordenada (60-100%). O terceiro conjunto, cujos valores de IPGC representam os 20% intermediários da amostra ordenada (40-60%), foi desconsiderado da análise.

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

Disclosure	1. Algum documento público da companhia inclui informações sobre políticas e mecanismos estabelecidos para lidar com situações de conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas?
	2. A companhia revela informações sobre a remuneração da administração, desagregando o percentual pago ao conselho e à diretoria e informando as proporções pagas sob a forma de remuneração fixa e variável?
	3. A empresa teve parecer de auditoria independente, sem ressalvas, nos últimos cinco anos?
	4. O <i>website</i> da companhia possui seção de relações com investidores, sendo possível obter o Relatório anual por meio dele?
	5. O <i>website</i> disponibiliza as apresentações para analistas de mercado?
	6. O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
Composição e funcionamento do conselho	7. Presidente do conselho e presidente executivo são pessoas diferentes?
	8. A empresa possui qualquer tipo de comitê do conselho evidenciado em informações públicas (Estatuto Social, Relatório Anual, <i>website</i> etc.)?
	9. O conselho é composto apenas por conselheiros externos, com exceção do presidente da diretoria?
	10. O conselho tem entre cinco e 11 membros, conforma recomendado pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC?
	11. Os membros do conselho têm mandatos de até dois anos, conforme recomendado pelo Código das Melhores Práticas de Governança
Ética e conflitos de interesse	12. A porcentagem de ações não votantes é menor do que 20% do total do
	13. O percentual das ações com direito a voto do grupo controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações
	14. Empréstimos em favor do controlador e outras partes relacionadas são proibidos no estatuto ou no acordo de acionistas?
	15. O estatuto facilita a participação dos acionistas nas assembleias, não exigindo o envio prévio da documentação e adotando o princípio da boa-
Direitos dos acionistas	16. Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira? a. A empresa concede a cada ação um voto. b. A empresa tem ações preferenciais emitidas e concede direito de voto a todas as ações nas decisões de maior impacto (N2, por exemplo).
	17. A companhia garante direitos de <i>tag along</i> , além dos que são legalmente
	18. O controle da companhia é direto?
	19. Os acordos entre sócios se abstêm de vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do conselho de administração, ou de indicar quaisquer diretores para a sociedade?
	20. O <i>free float</i> é igual ou maior do que os 25% exigidos para listagem nos segmentos especiais de governança da B3?

Fonte: Leal (2014).

Como *proxy* do grau de restrição financeira, foram utilizados os índices de restrição financeira KZ (Lamont et al., 2001), WW (Whited & Wu, 2006) e FCP (Schauer et al., 2019). Suas definições operacionais constam na Tabela 2. Estes índices são construídos de tal forma que quanto maiores seus valores, maiores tendem a ser os graus de restrição financeira das firmas.

Tabela 2 – Definições dos índices de restrição financeira utilizados no estudo.

Índice	Definição
KZ ^a	$KZ_{i,t} = -1,002 \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + 0,283 Q_{i,t} + 3,139 \frac{D_{i,t}}{TC_{i,t}} - 39,368 \frac{Div_{i,t}}{K_{i,t-1}} - 1,315 \frac{Cash_{i,t}}{K_{i,t-1}}$ <p>em que: <i>i</i> é a firma; <i>t</i> é o ano; <i>CF</i> é o fluxo de caixa; <i>K</i> é o estoque de capital (ativo imobilizado); <i>Q</i> é o <i>Q</i> de Tobin; <i>D</i> é o passivo exigível (curto e longo prazos); <i>TC</i> é o capital total [soma entre passivo exigível (curto e longo prazos) e patrimônio líquido]; <i>Div</i> são os dividendos pagos; e <i>Cash</i> é a soma entre caixa e investimentos de curto prazo.</p>
WW ^b	$WW_{i,t} = -0,091 \frac{CF_{i,t}}{TA_{i,t}} - 0,062 DDiv_{i,t} + 0,021 \frac{TLTD_{i,t}}{TA_{i,t}} - 0,044 LNTA_{i,t} + 0,102 ISG_{i,t} - 0,035 FSG_{i,t}$ <p>em que: <i>i</i> é a firma; <i>t</i> é o ano; <i>CF</i> é o fluxo de caixa; <i>TA</i> é o ativo total; <i>DDiv</i> é uma <i>dummy</i> que assume valor 1 se a firma pagou dividendos; <i>TLTD</i> é o passivo exigível de longo prazo; <i>LNTA</i> é o logaritmo natural do ativo total; <i>ISG</i> é o crescimento das vendas do setor; e <i>FSG</i> é o crescimento das vendas da firma.</p>
FCP ^c	$FCP_{i,t} = -0,123 LNTA_{i,t-1} - 0,128 \frac{Cash_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} - 4,374 ROA_{i,t-1} - 0,021 COV_{i,t-1}$ <p>em que: <i>i</i> é a firma; <i>t</i> é o ano; <i>LNTA</i> é o logaritmo natural do ativo total; <i>Cash</i> é a soma entre caixa e investimentos de curto prazo; <i>TA</i> é o ativo total; <i>ROA</i> é o retorno sobre o ativo total; <i>COV</i> é o índice de cobertura de juros.</p>

^a Lamont et al. (2001); ^b Whited & Wu (2006); ^c Schauer et al. (2019).

A fim de comparar o grau de restrição financeira das empresas com diferentes níveis de qualidade de governança corporativa, foi verificado, primeiramente, a existência e o grau da correlação entre o IPGC e os índices de restrição financeira KZ, FCP e WW. Essa análise foi realizada por meio do teste de correlação de Spearman. Na sequência, os três índices de restrição financeira foram comparados entre os grupos Q12-IPGC e Q45-IPGC por meio do teste não paramétrico de diferenças de medianas de Mann-Whitney (Hair, Black, Babin, Anderson & Tatham, 2009). Por fim, estimaram-se regressões lineares do Q45-IPGC sobre cada um dos índices de restrição financeira, controlando para efeitos fixos da firma e efeitos temporais. A técnica de estimação empregada foi o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 3 apresenta as estatísticas do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC) para três grupos: empresa com piores práticas de governança (Q12-IPGC); empresas com melhores práticas de governança (Q45-IPGC); e

amostra total.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas do IPGC para diferentes grupos.

Grupos	Obs.	Empresas	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Q12-IPGC	644	99	8,31	1,77	3	8	11
Q45-IPGC	635	99	16,06	0,92	15	16	18
Amostra total	1.617	248	12,35	3,71	3	13	18

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para a amostra total, o IPGC variou de 3 a 18, com média 12,42 e mediana 13. Com base na comparação das estatísticas descritivas do IPGC entre Q12-IPGC e Q45-IPGC, é possível notar a heterogeneidade das empresas desses dois grupos quanto à qualidade das práticas de governança corporativa. Isso pode ser constatado, por exemplo, observando-se a mediana do IPGC, que é o dobro para Q45-IPGC (16) em relação a Q12-IPGC (8).

A Tabela 4 reporta os resultados do teste de correlação de Spearman para as seguintes variáveis: IPGC, KZ, WW e FCP. O IPGC apresentou correlação negativa e significativa a 1% com os três índices de restrição financeira, indicando que aumentos na qualidade dos padrões de governança estão linearmente associados a reduções no grau de restrição financeira. Além disso, todos os índices de restrição estão correlacionados de maneira positiva e significativa, o que permite inferir que eles apontam para o mesmo resultado no que tange à mensuração do grau de restrição financeira.

Tabela 4 – Correlações de Spearman entre as variáveis do estudo.

		IPGC	KZ	WW	FCP
IPGC	Coeficiente de Spearman	1,000			
	p-valor	-			
	Obs.	1.617			
KZ	Coeficiente de Spearman	-0,175	1,0000		
	p-valor	0,000	-		
	Obs.	1.617	1.617		
WW	Coeficiente de Spearman	-0,218	0,285	1,000	
	p-valor	0,000	0,0000	-	
	Obs.	1.617	1.617	1.617	
FCP	Coeficiente de Spearman	-0,318	0,345	0,446	1,000
	p-valor	0,000	0,000	0,000	-
	Obs.	1.617	1.617	1.617	1.617

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 5 demonstra a comparação das medianas dos índices KZ, WW e FCP entre as empresas com melhores e piores práticas de governança na Tabela 5. Os resultados do teste de Mann-Whitney rejeitaram a hipótese nula de que as medianas desses três indicadores são iguais para os grupos Q12-IPGC e Q45-IPGC (p-valor = 0,000), sugerindo que as firmas com melhores práticas de governança tendem a ser menos restritas financeiramente.

Tabela 5 – Comparação das medianas dos índices de restrição financeira KZ, WW e FCP entre os grupos Q12-IPGC e Q45-IPGC.

Grupos	Índice KZ			Índice WW		Índice FCP	
	Obs.	Mediana	Z (p-valor)	Mediana	Z (p-valor)	Mediana	Z (p-valor)
Q12-IPGC	644	-1,560	-6,375 (0,000)	-0,702	-7,103 (0,000)	-2,040	-10,947 (0,000)
Q45-IPGC	635	-4,539		-0,736		-2,276	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Por fim, na Tabela 6 constam os resultados dos modelos de regressão, que foram estimados pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários em dados longitudinais, excluindo o terceiro quintil do IPGC. A variável dependente é o indicador de restrição financeira (KZ, WW ou FCP), enquanto a variável independente de interesse é a *dummy* Q45-IPGC. Os modelos controlam para efeitos fixos da firma e efeitos temporais (*dummies* anuais).

Tabela 6 – Regressões lineares de Q45-IPGC sobre os índices de restrição financeira KZ, WW e FCP.

	(1) KZ	(2) WW	(3) FCP
Q45-IPGC	-5,013 (-1,19)	-0,207*** (-177,34)	-0,862*** (-23,20)
Constante	23,390** (2,23)	-0,575*** (-160,64)	-1,780*** (-13,78)
Efeitos fixos	Sim	Sim	Sim
Efeitos temporais	Sim	Sim	Sim
R ²	0,5332	0,8467	0,6512
Obs.	1.279	1.279	1.279

Nota: Os erros-padrão robustos são agrupados por empresa. A estatística t está reportada entre parênteses. Os níveis de significância de 10%, 5% e 1% são denotados por *, ** e ***, respectivamente. Fonte: Elaborado pelos autores.

Os coeficientes da variável Q45-IPGC são negativos para todos os modelos testados e estatisticamente significantes a 1% quando utilizados os índices WW e FCP. No modelo (2), o valor médio do WW é -0,575 para Q12-IPGC e -0,782 (-0,575 -0,207) para Q45-IPGC. Ou seja, a média estimada do WW é 36% (-0,207 / -0,575) menor para as companhias com melhores práticas de governança. Similarmente, no modelo (3), o valor médio do FCP é 48,43% (-0,862 / -1,780) menor para as empresas do grupo Q45-IPGC quando comparadas as do grupo Q12-IPGC.

Considerando todos os testes realizados, nossos resultados sugerem que existe uma relação negativa entre governança corporativa e restrição financeira. A redução do grau de restrição financeira para empresas com maior qualidade das práticas de governança condiz com o predito pela teoria. As restrições financeiras, sejam elas na forma de racionamento quantitativo de crédito ou de um elevado prêmio de risco para os recursos externos, decorrem basicamente de problemas relacionados à assimetria informacional e a conflitos de agência (Fazzari et al., 1988; Pawlina & Renneboog, 2005; Holod & Peek, 2007; Demarzo et al., 2012; Francis et al., 2013). Nesse sentido, as boas práticas de governança, por meio, dentre outros fatores, de uma gestão mais profissional e transparente, combatem essas imperfeições de mercado, reduzindo o grau de restrição financeira das firmas.

Esses resultados são consistentes também com os achados de pesquisas anteriores (Cicogna, Toneto & Valle, 2007; Albanez & Valle, 2009; Francis et al., 2013; Barros et al., 2015; Fonseca & Silveira, 2016; Silva et al., 2019), que apontam que os mecanismos de governança são capazes de facilitar o acesso das empresas a fontes de recursos externos com custos mais baixos, o que minimiza os impactos

das restrições financeiras.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi investigar a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e o grau de restrição financeira de 248 empresas brasileiras ao longo dos anos de 2006 a 2015. A qualidade da governança foi determinada pelo Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC) e as restrições financeiras a partir dos índices KZ, WW e FCP. A presente pesquisa diferencia-se dos demais estudos da área por analisar a relação entre restrição financeira e várias dimensões da governança corporativa simultaneamente, as quais são retratadas por meio de um índice amplo e objetivo como o IPGC. Embora seja um índice bastante utilizado na literatura brasileira de finanças, não há, até o momento, estudos que investigaram a capacidade do IPGC de mensurar o grau de restrição financeira das firmas.

O presente estudo contribui para essa literatura ao demonstrar que o IPGC pode atuar como uma *proxy* para restrição financeira. Os resultados encontrados confirmaram a hipótese do estudo e demonstraram uma relação negativa entre a qualidade da governança corporativa e o grau de restrição financeira das firmas analisadas, evidenciando que as empresas com modelos mais rígidos de governança tendem a apresentar menor grau de restrição financeira.

Entre as limitações deste trabalho, destaca-se a não utilização de estimadores econométricos que lidam com problemas de endogeneidade. Estudos futuros poderiam investigar se as empresas com maior IPGC apresentam menor custo de capital, tanto próprio como de terceiros, ou ainda, analisar a relação entre IPGC e assimetria informacional e conflitos de agência.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agca, S. & Mozumdar, A. (2008). The impact of capital market imperfections on investment–cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 32, 207-216.
- Albanez, T. & Valle, M. R. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 6-27.
- Almeida, H. & Campello, M. (2002). *Financial constraints and investment–cash flow sensitivities: New research directions*. [Working paper]. New York University and University of Illinois, 2002.
- Barros, C. M. E., Silva, P. Y. C. & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2), 7-26.
- Black, B., Jang, H. & Kim, W. (2006). Does corporate governance affect firms' market value? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics & Organization*, 22(2), 366-413.
- Carvalho-da-Silva, A. L. & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Catapan, A. & Colauto, R. D. (2014). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría y Administración*, 59(3), 137-164.
- Chen, K.C.W., Chen, Z., Wei, K.C.J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), 273-289.
- Cicogna, M. P. V., Toneto, R., Junior & Valle, M. R. (2007). O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo – Rausp*, 42(1), 52-63.
- Cleary, S. (2006). International corporate investment and the relationships between financial constraint measures. *Journal of Banking & Finance*, 30 (5), 1559-1580.
- Cleary, S., Povel, P. & Raith, M. (2007). The U-shaped investment curve: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1), 1-39.
- Correia, L. F.; Amaral, H. F.; Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Demarzo, P. M., Fishman, M. J., He, Z. & Wang, N. (2012). Dynamic agency and the q theory of investment. *The Journal of Finance*, 67(6), 2295-2340.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G. & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-206.

- Fonseca, C. V. C. & Silveira, R. L. F. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 16.
- Francis, B., Hasan, I., Song, L. & Waisman, M. (2013). Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review*, 15, 57-71.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1984). Informational imperfections in the capital market and macroeconomic fluctuations. *The American Economic Review*, 74(2), 194-199.
- Hair, J. F., Junior., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E. & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6a ed). Porto Alegre: Bookman.
- Harris, M. F. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Holm, C. & Scholer, F. (2010). Reduction of asymmetric information through corporate governance mechanisms: the importance of ownership dispersion and exposure toward the international capital market. *Corporate Governance: An International Review*, 18(1), 32-47.
- Holod, D. & Peek, J. (2007). Asymmetric information and liquidity constraints: a new test. *Journal of Banking and Finance*, 31, 2425-2451.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm, managerial behavior, agency cost and ownership structure. *The Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J. & Whalen, D. J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? *Journal of Accounting and Public Policy*, 26, 497-522.
- Klapper, L. F. & Love, I. (2002). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. [Working Paper 2818]. *World Bank Policy Research*.
- Lameira, V. J., Ness, W. L., Junior., Silva, P. P., Motta, L. F. J. & Klötzle, M. C. (2010). Governança, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras. *Revista de Economia e Administração*, 9(1), 17-76.
- Lamont, O., Polk, C. & Saá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The Review of Financial Studies*, 14(2), 529-554.
- Leal, R. P. C. (2014). A qualidade das práticas de Governança Corporativa afeta o valor da empresa no Brasil? In Fontes, J. R., Filho & Leal, R. P. C. (Ed.). *Governança Corporativa e Criação de Valor*. São Paulo: Saint Paul.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance and the

- theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Moyen, N. (2004). Investment-cash flow sensitivities: constrained versus unconstrained firms. *The Journal of Finance*, 59(5), 2061-2092.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 3(3), 575-592.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Pawlina, G. & Renneboog, L. (2005). Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
- Povel, P. & Raith, M. (2001). Optimal investment under financial constraints: the roles of internal funds and asymmetric information. [Working Paper 0103]. *Atlanta Meetings, Institute of Financial Studies, Carlson School of Management*. Recuperado em 15 de março, 2016, de <http://ssrn.com/abstract=269497>.
- Schauer, C. Elsas, R. & Breitkopf, N. (2019). A new measure of financial constraints applicable to private and public firms. *Journal of Banking and Finance*, 101, 270-295.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, B. A. O., Caixe, D. F. & Krauter, E. (2019). Governança corporativa e sensibilidade investimento-fluxo de caixa no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças (online)*, 17(2), 72-86.
- Silveira, A. D. M. & Barros, L. A. B. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 512-540.
- Silveira, A. D. M., Leal, R. P. C., Carvalhal-da-Silva, A. L. & Barros, L. A. B. C. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo – Rausp*, 44(3), 173-189.
- Stein, J. (2003). Agency, information, and corporate investment. In G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz (Ed.) *Handbook of the Economics of Finance*. Amsterdam: Elsevier Science.
- Stiglitz, J. E. & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Whited, T. M. & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.