

Área Temática: FINANÇAS

**GOVERNANÇA CORPORATIVA, VALOR DE MERCADO
E LIQUIDEZ DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

RESUMO

Os níveis diferenciados de governança corporativa propagam um conjunto de práticas de boa governança, cujo objetivo é aumentar a transparência e garantir a confiabilidade entre gestores e acionistas. O propósito deste trabalho é identificar se há relação positiva entre boas práticas de governança corporativa, criação de valor de mercado e aumento da liquidez das ações de companhias abertas que atuam no Brasil. Analisou-se um total de 144 empresas, que têm ações negociadas na B3 no intervalo de 2010 a 2018 e o método estatístico utilizado foi o de dados em painel com efeitos fixos. Os resultados sugerem, que em média, as empresas com boas práticas de governança corporativas são mais valiosas e mais líquidas em relação às demais empresas. Também, há uma relação positiva e estatisticamente significativa entre boas práticas de governança corporativa e criação de valor de mercado e boas práticas de governança corporativa e aumento de liquidez.

Palavras chave: Governança Corporativa. Valor de Mercado. Liquidez. Dados em Painel

CORPORATE GOVERNANCE, MARKET VALUE AND LIQUIDITY OF BRAZILIAN PUBLICLY-HELD COMPANIES

ABSTRACT

The differentiated levels of corporate governance propagate a set of good governance practices, the objective of which is to increase transparency and ensure reliability between managers and shareholders. The purpose of this paper is to identify whether there is a positive relationship between good corporate governance practices, creating market value and increasing the liquidity of the shares of public companies that operate in Brazil. A total of 144 companies were analyzed, which have shares traded on B3 in the period from 2010 to 2018 and the statistical method used was that of panel data with fixed effects. The results suggest that, on average, companies with good corporate governance practices are more valuable and more liquid compared to other companies. There is also a positive and statistically significant relationship between good corporate governance practices and the creation of market value and good corporate governance practices and increased liquidity.

Key words: Corporate Governance. Market Value. Liquidity. Panel Data

1) INTRODUÇÃO

Com a necessidade crescente das empresas brasileiras obterem recursos financeiros de modo mais competitivo, há uma maior preocupação com a gestão no que se refere aos mecanismos de governança corporativa. Nesse contexto, os órgãos reguladores brasileiros, têm incentivado e disseminado, de forma mais ampla, os benefícios de uma boa governança corporativa.

Dessa maneira, tem-se observado um aumento na quantidade e qualidade de estudos empíricos relacionados ao tema. Um dos principais pontos é a hipótese de que a governança corporativa, como um mecanismo de gestão e controle sobre os gestores e acionistas, pode influenciar positivamente o desempenho financeiro da empresa.

Uma das características do mercado brasileiro de ações é a concentração de capital na mão de poucos acionistas com direito a voto, centralizando a propriedade das empresas a um grupo restrito de acionistas. Sendo assim, a governança corporativa surge como mecanismo de controle, para conceder direitos e garantias aos acionistas minoritários das empresas, e tem por objetivo a redução de assimetria de informações, expropriação de riqueza e de conflitos de agência, conforme apontam La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer et al. (2002).

Conforme apontam Shleifer e Vishny (1997), em uma pesquisa sobre governança corporativa ao redor do mundo, países com forte proteção legal aos investidores e baixa concentração de propriedade da empresa, são mais eficientes em termos de governança corporativa, principalmente em reduzir o oportunismo dos agentes, e consequentemente, os custos de agência.

A disponibilidade de capital para financiamento das empresas depende, dentre outros fatores, da obtenção eficiente de recursos financeiros dos agentes poupadores do mercado. O investidor precisa ter confiança não apenas na viabilidade financeira da empresa, mas também na confiança de que esse investimento irá obter retorno, já que existe o risco de que parte dos resultados obtidos pelos investimentos não sejam repassados aos acionistas, principalmente aos minoritários.

Por fim, torna-se relevante discutir a governança corporativa nas empresas brasileiras e estudar suas características, que trazem confiança aos investidores e auxiliam na canalização eficiente de recursos financeiros para as empresas, possibilitando maior criação de valor de mercado para as empresas.

Presume-se que a adoção de boas práticas de governança corporativa impacta positivamente o desempenho empresarial, via tomada de melhores decisões de negócio, controles mais adequados e/ou diminuição no custo de capital (SILVEIRA, 2010, p. 114).

Cabe ressaltar que em países com fraca proteção legal aos acionistas minoritários e mecanismos de governança ineficientes, maior e mais forte é a evidência da relação positiva entre boas práticas de governança corporativa e criação de valor para as companhias (KLAPPER; LOVE, 2004; DAHYA; DIMITROV; McCONNELL, 2008).

O presente trabalho tem como objetivo responder a seguinte questão de pesquisa: Companhias abertas que adotam boas práticas de governança corporativa criam valor de mercado, além de serem mais líquidas?

O objetivo geral é investigar se há relação entre boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas da B3, criação de valor de mercado e maior liquidez dos papéis das companhias abertas que atuam no Brasil.

Como objetivos específicos, tem-se:

- 1) Compreender o conceito de governança corporativa e suas características;
- 2) Estudar o funcionamento e a prática da governança corporativa no Brasil;
- 3) Investigar se há uma relação positiva e estatisticamente significativa entre boas práticas de governança corporativa, criação de valor de mercado e maior liquidez para as companhias abertas que atuam no Brasil.

Com os diversos casos de corrupção e práticas de atos ilícitos cometidos por algumas empresas brasileiras recentemente, que decorrem, em grande parte da ausência ou da pouca eficiência dos mecanismos de controle da governança corporativa; e a hipótese de que o desempenho de uma empresa pode ser impactado pela governança corporativa, este estudo visa contribuir com novas evidências empíricas sobre o impacto positivo na criação de valor e liquidez das empresas que adotam boas práticas de governança corporativa.

2) REFERENCIAL TEÓRICO

A partir do momento em que as empresas começaram a decidir sobre a separação da propriedade e controle entre os acionistas e gestores, foi necessário que as corporações desenvolvessem uma estrutura, em que houvesse a monitoração das ações dos gestores com o intuito de que essas ações estivessem em alinhamento com os objetivos dos proprietários, entendido como a maximização do valor que foi investido (BERLE; MEANS, 1932).

Diante do cenário da separação entre propriedade e gestão da empresa, Jensen e Meckling (1976) definem o conceito de teoria da agência, como sendo um contrato em que o principal (detentor do capital) delega a outra pessoa (o agente), a responsabilidade da tomada de decisões dentro da empresa. É suposto que se ambas as partes querem maximizar sua utilidade, o agente pode não agir de acordo com os interesses do principal, expropriando de alguma forma o capital que deve retornar ao acionista.

Desses conflitos entre principal e agente, decorrem o que Jensen e Meckling (1976) denominam de custos da agência: (i) incentivos aos agentes (para que ajam no melhor interesse ao principal); (ii) monitoramento e controle dos agentes por parte do principal; (iii) perdas residuais aos acionistas.

Os custos de agência podem surgir em qualquer situação que envolva algum esforço cooperativo entre duas ou mais partes, mesmo não havendo uma relação de principal e agente definidas (JENSEN; MECKLING, 1976).

No cenário brasileiro, o principal problema de agência que ocorre é entre o acionista controlador e o acionista não controlador, por conta da grande concentração de acionistas com direito a voto. Os acionistas controladores acabam por exercer influência sobre os gestores, sem contar que, em algumas situações, esses acionistas acabam por se tornarem também gestores (SILVA, NARDI, MARTINS et al., 2016).

Ainda sob a perspectiva de Jensen e Meckling (1976) uma das causas deste conflito é a própria natureza humana, sendo utilitarista e racional, induz os seres humanos à maximizarem seus esforços, em direção aos seus próprios objetivos e preferências. Essa hipótese ocorre com base no fato de que as pessoas, em geral, possuem a tendência de se esforçarem mais em prol de seus objetivos do que de terceiros.

Jensen e Meckling (1976) caracterizam o conflito da agência como o resultado de um comportamento do gestor de se apropriar dos recursos da empresa, utilizando esses recursos na forma de vantagens ou benefícios para seu próprio interesse.

A governança corporativa tem como objetivo recuperar a confiança dos acionistas nas empresas, com a criação de um conjunto de mecanismos eficientes de

incentivos e monitoramento. É possível garantir, na maioria dos casos, que o comportamento da alta gestão esteja sempre alinhado com os interesses dos acionistas (ALENCASTRO; ALVES, 2017, p. 20).

A governança corporativa é definida como o conjunto de práticas e relacionamento entre investidores, conselho de administração, diretoria, auditoria e conselhos fiscais, visando a melhoria da eficiência da empresa e facilitar o acesso ao capital (STEINBERG, 2003, p. 18).

Outra definição para governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por objetivo diminuir conflitos de interesses entre o principal e o agente, que busca o alinhamento de interesses, redução do custo de capital e a maximização do valor da empresa (BEDICKS, 2009, p. 18).

Os mecanismos de governança podem ser de âmbito interno e externo: como mecanismos internos tem-se a atuação do conselho de administração da empresa, a forma de remuneração dos gestores e a posse das ações. Já como mecanismos externos, considera-se a divulgação de informações periódicas obrigatórias dos resultados da empresa, a presença de um mercado de aquisição hostil e um mercado de trabalho competitivo (SILVEIRA, 2010, p. 27).

O conselho de administração de administração, inserido nesses mecanismos, torna-se um dos principais mecanismos, devendo ser composto por uma maioria de membros independentes a empresa (não executivos) como um meio de melhoria na tomada de decisões do conselho (SILVEIRA, 2010, p. 75).

Dependendo do ambiente em que a empresa está inserida, o sistema de governança corporativa será diferente de outros ambientes, pois o Estado, por meio da definição do sistema financeiro e do sistema legal, modela a formação do mercado de capitais e o grau de segurança dos investidores, desse modo influenciando o modelo de governança corporativa das empresas ali instaladas (SILVEIRA, 2010, p. 44).

2.1) Governança Corporativa no Brasil

No contexto brasileiro a adoção de práticas de governança corporativa ganhou grande importância na década de 1990, com a revelação de esquemas de fraudes de demonstrativos contábeis de grandes bancos privados, o que fez com que o Banco Central liquidasse alguns bancos (CAIXE; KRAUTER, 2014). Outro ponto que auxiliou na adoção de práticas de governança corporativa e aceitação da importância desta no mercado brasileiro foi a necessidade de obtenção de recursos financeiros internos e externos em condições mais vantajosas (SILVA, NARDI, MARTINS et al., 2016).

Para suprir a demanda que surgia, foi criado em 1995 o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que no ano de 1999 veio a se tornar o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Essa organização foi a percussora no debate da disseminação de boas práticas de governança corporativa, lançando em 1999 o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (MARQUES, ALVES, AMARAL et al., 2015; LIMA, OLIVEIRA, CABRAL et al., 2015). Para o IBCG a governança corporativa é um sistema pelo qual todas as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas envolvendo o relacionamento entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos fiscalizadores e as partes interessadas.

2.2) Criação de Valor de Mercado e Governança Corporativa

Silveira (2010, p. 114) expõe que o tema de governança corporativa tem uma grande importância devido a hipótese de que boas práticas de governança podem

afetar o valor da empresa. De maneira oposta, argumenta-se que empresas com más práticas de governança estão sujeitas a maiores custos decorrentes dos conflitos de interesses entre, sobretudo, acionistas e gestores, podendo levar a empresa a um processo de destruição de valor.

Além da diminuição dos conflitos de agência, a governança corporativa parece trazer um benefício adicional, o de incrementar o valor de mercado das empresas que praticam a boa governança corporativa. Diversos estudos estrangeiros, reforçam essa evidência direta entre governança corporativa e valor (BARNHART; ROSENSTEIN, 1998; KLAPPER; LOVE, 2004; BEINER, DROBETZ, SCHMID et al., 2006; DAHYA; DIMITROV; McCONNELL, 2008; FAUVER, HUNG, LI et al., 2017).

Vários estudos realizados no Brasil também corroboram essa relação direta entre níveis diferenciados de governança corporativa e criação de valor (SILVA; LEAL; 2005; LAMEIRA; NESS JUNIOR; MACEDO-SOARES, 2006; ANDRADE, SALAZAR, CALEGÁRIO et al., 2009; SILVA; CARMONA; LAGIOLA, 2011; LIMA, OLIVEIRA, CABRAL et al., 2015; SILVA; MARTINS, 2015, ZAGO; MELLO, 2016).

Silva e Leal (2005) citam que há uma relação positiva entre o Q de Tobin e melhores práticas de governança corporativa. Lameira, Ness Júnior e Macedo-Soares (2006) também utilizaram o Q de Tobin como medida de criação de valor e reforçaram uma relação direta entre criação de valor e níveis diferenciados de governança corporativa para ações com alta liquidez.

Andrade *et al* (2009) identificaram uma relação positiva entre composição e tamanho do conselho de administração com a criação de valor de mercado para empresas atuantes no Brasil. Em linha com esse resultado, Rossoni e Machado-da-Silva (2013) constataram que empresas que migraram para o Novo Mercado e melhoraram sua reputação tiveram um aumento significativo de seu valor de mercado.

Pode-se dizer que empresas listadas no nível diferenciado de governança corporativa possuem um maior valor de mercado. Tal resultado é motivado pela adequação dessas empresas aos padrões mais elevados de governança corporativa, principalmente a proteção que essas empresas dão aos acionistas minoritários e a transparência na divulgação de informações das empresas. Isso sinaliza ao mercado a diminuição da assimetria de informações, o que resulta no aumento da demanda de suas ações (CAIXE; KRAUTER, 2014).

Marques, Guimarães e Peixoto (2015) identificaram que empresas atuantes no Brasil, com elevada concentração acionária destruíam valor de mercado, com base no Q de Tobin. Tal situação, continuam os autores, ainda é agravada em momentos de crise, como a crise de 2008, notando-se um aumento da volatilidade das ações de empresas com alta concentração acionária.

Para Silva, Silveira, Corso et al. (2011), as exigências de boas práticas de governança corporativa tem o potencial de afetar a percepção que os investidores têm em relação ao risco. Empresas que estabelecem normas e condutas de acordo com tais práticas são percebidas pelos investidores e tornam-se referências no mercado. Desse modo, há uma maior demanda de investidores em busca de empresas e ambientes com menor risco de investimento.

Por fim, a adesão às práticas de governança corporativa tornam-se estratégicas para as empresas, tornando-as mais competitivas, transparentes e atraentes aos investidores ao criar um ambiente mais propício para investidores, reduzindo custo de captação de recursos, conseguindo melhorar sua imagem no mercado e, conseqüentemente reduzir o custo de capital (SILVA, SILVEIRA, CORSO et al., 2011).

2.3) Liquidez e Governança Corporativa

Segundo Amihud e Mendelson (2005) a liquidez de uma ação, é uma medida da facilidade que uma empresa tem de converter o dinheiro em ação, ou converter a ação em dinheiro. A falta de liquidez segundo os autores, é impulsionada pelos custos implícitos e explícitos de negociação das ações. Os autores pontuam ainda, que as empresas podem adotar algumas ações com a intenção de aumentar a liquidez de suas ações, tais como: i) realizar o desdobramento de ações, destinada a aumentar sua base de investidores, e assim, atrair pequenos investidores; ii) procurar plataformas de negociação de ações, que aumentem a liquidez dos títulos e iii) fornecer melhores e mais informações aos investidores.

Para Correia e Amaral (2014), a liquidez se refere ao custo que a empresa tem para negociar seus títulos ao preço de mercado – *spreads* – e ao volume de negociações. Esses autores definem que quanto menor é a diferença entre o preço ofertado e o demandado de uma ação (*bid-ask spread*), maior é a sua liquidez.

O aumento da liquidez das ações, pode gerar grandes benefícios para as empresas. Um dos benefícios é a redução do custo de capital da empresas. Os autores verificaram empiricamente que o aumento na liquidez das ações de uma empresa pode gerar uma redução no custo de capital (CORREIA; AMARAL, 2014).

Machado e Medeiros (2012) constataram que no mercado acionário brasileiro há um prêmio de liquidez, logo os investidores exigem um prêmio para ações menos líquidas. Sendo assim, é possível que haja aumento de valor de mercado para as empresas, em decorrência, da melhora da liquidez de seus papéis, o que contribui para a redução do custo de capital, propiciando aumento de seu valor.

Ademais, a melhoria na divulgação das informações da empresa pode aumentar a liquidez das ações, pois reduz a assimetria de informações entre os investidores, contribuindo para o aumento do valor da empresa, por meio da divulgação ao público (AMIHUD; MENDELSON, 2005).

Diamond e Verrecchia (1991) também explicam que a diminuição no grau de informações assimétricas pode reduzir o custo de capital das empresas, atraindo grandes investidores. Isso conduz ao aumento da liquidez das ações das empresas, levando a crer que as ações estão sendo negociadas por um preço justo.

Silveira e Barros (2008) reforçam que para obter a confiança dos investidores em relação ao retorno do capital investido é necessária a junção de diversos fatores relacionados ao ambiente em que a empresa está inserida, podendo-se destacar a proteção dada aos investidores, a infraestrutura legal, os direitos de propriedade e a garantia dos cumprimentos dos contratos. Nesse contexto a governança surge como método para garantir essas condições e gerar confiança dos investidores.

Entende-se que as boas práticas de governança alinham-se aos interesses dos acionistas e dos gestores. Sendo assim, a adesão a esses níveis diferenciados de governança corporativa pode também ser vista como uma solução para os problemas de seleção adversa e risco moral, na medida em que as empresas sinalizam ao mercado que estão dispostas a diminuir a assimetria de informações entre os *stakeholders* e transmitir maior segurança (SILVA, SILVEIRA, CORSO et al., 2011).

Tal situação é corroborada por Chung, Elder e Kim (2010) que encontraram para o mercado norte-americano uma forte influência da boa governança corporativa sobre a melhoria da liquidez das empresas, em razão da baixa assimetria de informação observada nessas empresas.

A governança corporativa se tornou um importante elemento na gestão das empresas, visto a valorização que o mercado acionário concede às iniciativas relacionadas a essas boas práticas (ZAGO; MELLO, 2016). Seguindo por esta linha,

Silva, Nardi, Martins et al. (2016) expõem que a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, pode gerar benefícios para o aumento da liquidez das ações, assumindo que quanto maior o nível de governança corporativa, maior o impacto positivo na liquidez das ações.

Corroborando essa constatação, pode-se destacar Procianny e Verdi (2009), que afirmam que as empresas que aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa são caracterizadas por maior tamanho, lucratividade, dispersão acionária e emissão de ADR (*American Depositary Receipts*). Em consequência, essas empresas possuem maior liquidez de suas ações, em comparação às demais empresas do mercado tradicional. Os autores também admitem que as empresas listadas nesses segmentos oferecem maior credibilidade ao mercado, e como consequência, aumentam a confiança e disposição dos investidores em adquirirem suas ações e pagarem mais por isso.

Camargos e Barbosa (2010) argumentam que empresas que migraram para os níveis diferenciados de governança corporativa tiveram um aumento da liquidez de seus papéis no longo prazo. No entanto, não foi observada uma relação direta entre a melhora nos níveis de governança corporativa e criação de riqueza para os acionistas.

O uso de mecanismos de governança corporativa influenciando o aumento da liquidez das ações pode gerar benefícios, como a redução do custo de capital. Entretanto, a falta de governança corporativa pode resultar no uso de informações privilegiadas, manipulação de resultados, pouca transparência e problemas de conflitos de interesses (CORREIA; AMARAL, 2014).

De modo geral, conclui-se que um dos grandes benefícios da governança corporativa é a obtenção de recursos financeiros a custos mais reduzidos que nos mercados de origem. Portanto, as empresas devem buscar níveis elevados de governança corporativa, a fim de gerar credibilidade, segurança e transparência entre as partes envolvidas (PROCIANNOY; VERDI, 2009).

3) PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo tem a seguinte pergunta-problema: Companhias abertas que adotam boas práticas de governança corporativa criam valor de mercado, além de serem mais líquidas?

As hipóteses de pesquisa foram desenvolvidas a partir do referencial teórico discutido anteriormente, e são baseadas nas três variáveis deste estudo: níveis diferenciados de governança corporativa, criação de valor de mercado e liquidez das ações. De acordo com os estudos de Silva, Carmona e Lagiola (2011); Caixe e Krauter (2014); Lima, Oliveira, Cabral et al. (2015); Zago e Mello (2016) foi elaborada a primeira hipótese:

H1: Há relação positiva entre níveis diferenciados de governança corporativa e criação de valor para as companhias abertas que atuam no Brasil.

A segunda hipótese foi desenvolvida por meio dos estudos de Camargos e Barbosa (2009); Correia e Amaral (2014); Silva, Nardi, Martins et al. (2016), sendo:

H2: Há relação positiva entre níveis diferenciados de governança corporativa e liquidez das ações para as companhias abertas que atuam no Brasil.

A amostra deste estudo compreende companhias abertas que atuam no Brasil, pertencentes a diversos setores, excluindo os setores financeiros e afins. Tal exclusão se faz necessária, uma vez que a contabilidade bancária e suas demonstrações financeiras seguem padrões contábeis específicos, que diferem dos setores industriais e de comércio em geral. Inicialmente a amostra foi composta por 264

empresas de capital aberto. Os dados econômico-financeiros foram coletados do sistema Economática. Já os dados secundários sobre os diversos níveis de governança corporativa foram coletados diretamente do site da B3. Tomou-se o cuidado de excluir empresas que migraram ou que deixaram de pertencer aos níveis diferenciados de governança corporativa. Adicionalmente, foram excluídas da amostra empresas com dados faltantes (foram eliminadas da amostra empresas que possuíam menos de três observações consecutivas).

As variáveis foram *winsorizadas* a 1%, com o objetivo de eliminar *outliers*. Dessa forma, a amostra final resultou em 144 empresas, analisadas no período entre 2010 a 2018. A partir de 2009, as demonstrações financeiras das empresas constantes da amostra já estavam em acordo com os padrões do IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

3.1) Definição Operacional das Variáveis de Pesquisa

Tendo em vista que o presente estudo tem por objetivo investigar a relação entre níveis diferenciados de governança corporativa, criação de valor e liquidez das ações, há necessidade de uma explicação detalhada de cada uma dessas três variáveis de pesquisa.

Para mensurar o nível diferenciado de governança corporativa (NDGC) formou-se 2 grupos de amostras, um grupo de empresas pertencentes ao NDGC e um outro grupo de empresas sem NDGC. Entende-se como NDGC aquele grupo composto por empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa da B3.

Criou-se uma variável *dummy* para o grupo de amostra com empresas pertencentes ao NDGC, assumindo valor = 1. O outro grupo de amostra contendo empresas sem NDGC, o valor é = 0. A amostra com NDGC possui 98 empresas, ao passo que a amostra sem NDGC possui 46 empresas, perfazendo o total de 144 empresas da amostra total final.

A variável dependente criação de valor é mensurada pelo *Market-to-Book value*, que indica como o mercado está valorizando a empresa em relação aos dados contábeis da mesma (SANT'ANNA, LOUZADA, QUEIROZ et al., 2015).

Para realizar a análise desse resultado, pode-se observar que quando o valor dessa variável é maior que 1, o mercado valoriza a empresa mais do que seu valor contábil, ou seja, há um processo de criação de valor. Quando o valor é menor que 1, significa que o mercado valoriza a empresa menos do que o seu valor contábil, ou seja, o valor contábil da empresa supera o valor de mercado, sinalizando um processo de destruição de valor de mercado (SANT'ANNA, LOUZADA, QUEIROZ et al., 2015).

Por fim, a variável liquidez das ações das empresas no mercado acionário, que representa o índice de negociabilidade das ações, conforme exposto por Amihud e Mendelson (2005), está relacionada com o custo de realizar uma transação de uma determinada ação no mercado, podendo-se entender que um ativo que apresente alta liquidez é negociado rapidamente ao preço de mercado com baixo custo em determinado momento.

Para mensurar a liquidez das ações das empresas do estudo foi utilizado o Índice de Liquidez (Negociabilidade), extraído da Economática. Machado e Medeiros (2012) expõem que esse índice mensura a relativa participação das ações da empresa na B3. Essa *proxy* de liquidez foi utilizada em outros estudos, tais como Saturnino, Lucena e Saturnino (2017) e Caixe e Krauter (2014).

O Quadro 2 apresenta as variáveis de pesquisa e suas respectivas fórmulas de cálculo.

Quadro 2: Definição operacional das variáveis de pesquisa

Variáveis	Fórmula
Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC)	Empresas pertencentes ao NDGC, <i>dummy</i> = 1 Empresas não pertencentes ao NDGC, <i>dummy</i> = 0
<i>Market-to-Book value</i> (MB)	Valor de Mercado do PL / Valor Contábil do PL
Dívida Total (DIV)	(Dívidas de curto prazo + Dívidas de longo prazo) / Ativo Total
Liquidez das ações (LIQN)	Índice de negociabilidade das ações na B3
Retorno sobre os Ativos (ROA)	EBIT / Ativo Total
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do Ativo Total
Tangibilidade (TANG)	(Estoques + Imobilizado) / Ativo Total
Liquidez Corrente (LIC)	Ativo Circulante / Passivo Circulante

PL: Patrimônio Líquido; Valor Contábil do PL: Valor evidenciado no Balanço Patrimonial; Valor de Mercado do PL: Quantidade de ações negociadas no mercado multiplicada pelo preço unitário da ação no último dia útil de cada ano; EBIT: Lucro Antes de juros e Impostos.

Fonte: Elaboração própria

3.2) Modelos Empíricos de Análise

Quando se tem variáveis sobre uma amostra que podem ser acompanhadas ao longo do tempo, pode-se utilizar para a técnica estatística de dados em painel. Para Gujarati (2006, p. 584) os dados em painel, oferecem a vantagem de dados mais informativos, maior variabilidade, menos colinearidade entre variáveis, mais grau de liberdade e mais eficiência. Neste método também é possível, controlar as características individuais das unidades da amostra que podem se modificar com o tempo.

Utilizou-se a técnica de regressão, com dados em painel com efeitos fixos com *dummy* para tempo. O teste de Hausman indicou a prevalência por efeitos fixos. Foram utilizados erros-padrão robustos, a fim de atenuar eventuais problemas de heteroscedasticidade.

Tal como proposto pela hipótese H1, a equação [1] mostra o modelo econométrico. Espera-se que haja uma relação positiva entre MB e NDGC.

$$MB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NDGC_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 LIC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [1].$$

A hipótese H2 é analisada pelo modelo econométrico representado pela equação [2]. Espera-se uma relação positiva entre MB e LIQN1.

$$MB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LIQN_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 DIV_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 LIC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [2]$$

4) ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 1 mostra as estatísticas descritivas das variáveis de pesquisa.

Tabela 1: Estatísticas Descritivas

Variável	Observações	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
MB	1.276	1,758	1,475	0,277	5,792
DIV	1.296	0,279	0,169	0	0,767
LIQN	1.296	0,194	0,382	0	3,325
ROA	1.294	0,068	0,060	- 0,058	0,180
TAM	1.294	15,080	1,326	12,762	17,493
TANG	1.294	0,306	0,235	0,002	0,712
LIC	1.294	2,360	5,502	0,251	151,285

Fonte: Elaboração própria

Em média, o *Market-to-book value* da amostra de empresas é superior a 1,0, denotando que o valor de mercado do patrimônio líquido das empresas supera em mais de 75% o valor contábil do patrimônio líquido. O endividamento médio da amostra alcança 27,9% e o ROA médio é de 6,8%. Por fim, a grau de tangibilidade, em média, é de 30,6% do ativo total e o índice de liquidez corrente médio é bem superior a 1,0, evidenciando um alto nível de solvência a curto prazo.

Na Tabela 2 as análises foram conduzidas por meio da correlação de Pearson, para identificar a correlação entre as variáveis estudadas e se são estatisticamente significantes.

Tabela 2: Matriz de correlação entre as variáveis de pesquisa

	MB	DIV	LIQN	ROA	TAM	TANG	LIC
MB	1,000						
DIV	0,139 (0,000)	1,000					
LIQN	0,363 (0,000)	0,121 (0,000)	1,000				
ROA	0,553 (0,000)	0,078 (0,005)	0,203 (0,000)	1,000			
TAM	0,161 (0,000)	0,406 (0,000)	0,470 (0,000)	0,145 (0,000)	1,000		
TANG	-0,037 (0,182)	0,015 (0,585)	-0,067 (0,015)	-0,107 (0,000)	-0,120 (0,000)	1,000	
LIC	-0,050 (0,073)	-0,190 (0,000)	-0,047 (0,092)	-0,038 (0,168)	-0,133 (0,000)	-0,080 (0,004)	1,000

Fonte: Elaboração própria

Cabe reforçar que nenhum grau de correlação ultrapassou 0,60, o que indica baixa correlação entre as variáveis. O maior grau de correlação observado foi de 0,553 entre MB e ROA, o que é natural, pois ambas mensuram desempenho financeiro. Empresas maiores apresentam maior liquidez das ações, tendo grau de correlação de 0,406, o que é natural também. As empresas maiores também são mais endividadas, com grau de correlação de 0,470. Por fim, as empresas com maior nível de criação de valor têm mais liquidez (0,363). Todos esses resultados são estatisticamente significantes a 1%. Os demais graus de correlação são baixos, mostrando pouca relação entre as variáveis.

A Tabela 3 retrata a superioridade média da criação de valor para as empresas com níveis diferenciados de governança corporativa. Por meio de teste de hipótese, as empresas com NDGC apresentam MB médio de 1,931, ao passo que as empresas sem NDGC, possuem um MB médio de 1,388. Rejeitou-se a hipótese nula de

igualdade entre as médias de MB, de forma estatisticamente significativa a 1%. De fato, as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa são, em média, mais valiosas em comparação às demais empresas.

Tabela 3: Teste de hipóteses para a relação entre MB e NDGC

Variáveis	OBS.	Média	Erro-padrão	Desvio-padrão	95% Intervalo conf.	
MB1	869	1,931	0,052	1,555	1,827	2,034
MB2	407	1,388	0,059	1,204	1,271	1,506
H ₀ = Média (MB1) = Média (MB2)				H ₁ = Média (MB1) > Média (MB2)		
t = 6,210 p-value (0,000)						

MB1: Market-to-Book value para as empresas com NDGC. MB2: Market-to-Book value para as empresas sem NDGC.

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 4 evidencia a superioridade média do grau de liquidez das ações para as empresas com níveis diferenciados de governança corporativa. Por meio de teste de hipótese, as empresas com NDGC apresentam um índice médio de negociação das ações de 0,514, ao passo que as empresas sem NDGC, possuem um índice médio de negociação das ações 0,298. Rejeitou-se a hipótese nula de igualdade entre as médias de LIQN, de forma estatisticamente significativa a 1%. As empresas que adotam boas práticas de governança corporativa são, em média, mais líquidas (maior grau de negociação das ações) em comparação às demais empresas.

Tabela 4: Teste de hipótese para a relação LIQN e NDGC

Variáveis	OBS.	Média	Erro-padrão	Desvio-padrão	95% Intervalo conf.	
LIQN1	1.296	0,514	0,013	0,500	0,486	0,541
LIQN2	1.296	0,298	0,012	0,457	0,273	0,323
H ₀ = Média (LIQN1) = Média (LIQN2)				H ₁ = Média (LIQN1) > Média (LIQN2)		
t = 11,431 p-value (0,000)						

LIQN1: Liquidez das ações para as empresas com NDGC. LIQN2: Liquidez das ações para as empresas sem NDGC.

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 5 mostra os resultados das duas hipóteses formuladas (H1 e H2), a partir da regressão múltipla com dados em painel, por efeitos fixos.

Tabela 5: Regressão com Dados em Painel – Efeitos fixos

Variáveis	Coefficientes	Variáveis	Coefficientes
Hipótese 1		Hipótese 2	
Var. Dependente: MB		Var. Dependente: MB	
NDGC	0,610*** (0,223)	LIQN1	0,864*** (0,237)
TAM	-0,179* (0,107)	TAM	-0,316** (0,120)
ROA	7,360*** (0,963)	ROA	8,359*** (1,225)
DIV	1,255** (0,521)	DIV	1,828** (0,630)
TANG	0,413 (0,425)	TANG	0,005 (0,616)
LIC	0,006 (0,007)	LIC	0,041*** (0,006)
Const.	3,048** (1,431)	Const.	4,679** (1,718)
Dummy tempo	Sim	Dummy tempo	Sim

Observações	1.276	Observações	869
R-quadrado	0,252	R-quadrado	0,293

Erro-padrão entre parênteses. ***, **, * representam nível de significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: Elaboração própria

Evidencia-se um resultado estatisticamente significativo entre criação de valor e níveis diferenciados de governança corporativa, com coeficiente de 0,610. Isso sugere uma forte indicação de que as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa tendem a criar mais valor de mercado. Dessa forma, confirma-se a hipótese H1 de que há relação positiva entre níveis diferenciados de governança corporativa e criação de valor para as companhias abertas que atuam no Brasil. Este resultado está em linha com outros estudos realizados (SILVA; CARMONA; LAGIOLA, 2011; LIMA, OLIVEIRA, CABRAL et al., 2015; CAIXE; KRAUTER, 2014; MARQUES, ALVES, AMARAL et al., 2015; ZAGO; MELLO, 2016).

O tamanho possui relação negativa e estatisticamente significativa com a criação de valor, inferindo-se que a variável *Market-to-Book value* também é *proxy* para oportunidades de crescimento, nota-se que, em tese, empresas maiores tendem a possuir poucas oportunidades de crescimento e conseqüentemente um poder menor em criar valor. O retorno sobre os ativos (ROA) possui relação positiva e estatisticamente significativa com o *Market-to-Book value*, o que está de acordo com a literatura, pois ambas servem como medidas de desempenho financeiro. Por fim, as empresas com maior criação de valor são mais endividadas, também com resultados estatisticamente significantes. Uma explicação prévia pode estar no fato de que essas empresas possuem um custo de capital de terceiros mais baixo, fomentando o processo de criação de valor.

As empresas com maior grau de criação de valor também apresentam maior liquidez nas negociações de suas ações, com coeficiente de 0,863 estatisticamente significativo. São papéis mais negociados, em função, dentre outros fatores, da criação de valor proporcionado pelas empresas que adotam boas práticas de governança corporativa. Portanto, confirma-se também a hipótese H2 de que há relação positiva entre níveis diferenciados de governança corporativa e liquidez das ações para as companhias abertas que atuam no Brasil. Tal resultado está de acordo com o trabalho de Correia e Amaral (2014). Silva, Nardi, Martins et al., 2016 não encontraram relação entre governança corporativa e aumento de liquidez.

5) CONCLUSÕES

O presente estudo investigou a relação entre empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, por meio dos níveis diferenciados de governança corporativa, criação de valor e liquidez das ações negociadas no mercado. Essa temática tem atraído cada vez mais o interesse de pesquisa, por algumas razões: i) reforçar a importância dos mecanismos de governança (internos e externos); ii) benefícios econômicos da governança corporativa para as companhias; iii) realçar a relação positiva entre boas práticas de governança corporativa e criação de valor para as companhias e iv) os investidores, de forma geral, buscam negociar mais papéis de empresas com boa governança corporativa.

Ficou constatado neste trabalho, uma relação direta entre níveis diferenciados de governança corporativa e criação de valor para as companhias. O resultado aqui alcançado, em linha com outras pesquisas, pode sinalizar às empresas a importância do aumento das boas práticas de governança corporativa para a maximização da riqueza dos acionistas e benefícios diversos para outros *stakeholders*. Ademais, o

resultado obtido quanto à relação direta entre níveis diferenciados de governança corporativa e liquidez das ações negociadas, fortalece mais uma vez a relevância das boas práticas de governança corporativa na liquidez dos papéis, algo considerável, levando-se em conta a grande concentração do nosso mercado acionário. Com a presença cada vez maior das pessoas físicas no mercado de ações brasileiro, empresas com boa governança corporativa serão mais procuradas por esses investidores. Investidores institucionais com grande disponibilidade de recursos financeiros para investimentos tendem também a procurar mais tais empresas.

Como toda pesquisa, esta também tem suas limitações. Em primeiro lugar, vem a limitação quanto à categorização dos níveis diferenciados de governança corporativa. Aqui foi considerado nesse grupo empresas listadas no nível 1, nível 2 e novo mercado. Sabe-se que são listagens que podem apresentar significativas diferenças. Outro ponto vem da própria variável *Market-to-Book value* para mensurar criação de valor. Tal variável serve como proxy para outros propósitos, como por exemplo medir oportunidades de crescimento e grau de intangibilidade da empresa, entre outros. Talvez outras medidas como o *Economic Value Added* (EVA) possa indicar resultados mais consistentes.

As limitações de ordem econométricas também devem ser citadas, em razão de vieses do modelo empregado (painel de dados com efeitos fixos). Poder-se-ia sugerir a utilização de painel de dados dinâmicos, com variáveis defasadas, a fim de captar se mudanças no padrão de governança corporativa das empresas impacta a criação de valor. Uma sugestão para futuros estudos é considerar também o ambiente econômico, institucional e de negócios no Brasil como fatores de impacto nos mecanismos de governança que podem afetar a criação de valor para as companhias abertas.

REFERÊNCIAS

- ALENCASTRO, M. S. C.; ALVES, O. F. **Governança, gestão responsável e ética nos negócios**. Curitiba: Editora InterSaber, 2017.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital. **Journal of Applied Corporate Finance**. v. 12, n. 4, p. 8-25, 2005.
- ANDRADE, L. P.; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p. 4-31, 2009.
- BARNHART, S.; ROSENSTEIN, S. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. **The Financial Review**, n. 33, p. 1-16, 1998.
- BEDICKS, H. B. **Governança Corporativa e Dispersão de Capital: múltiplos casos no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2009.
- BEINER, S.; DROBETZ, W.; SCHMID, M. M.; ZIMMERMANN. An integrated framework of corporate governance and firm valuation. **European Financial Management**, v. 12, n. 2, p. 249-283, 2006.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern Corporation and private ownership**. New York: MacMillan, 1932.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre Governança Corporativa e Valor de Mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, p. 96-117, 2014.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. A Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Beneficia o Acionista e Aumenta a Liquidez Acionária:

evidências empíricas do mercado brasileiro. **REGE**: São Paulo, v. 17, n. 2, p. 189-208, 2010.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Determinantes da Liquidez de Mercado de Ações Negociadas na B3. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 6, p. 77-100, 2014.

DAHYA, J.; DIMITROV, O.; McCONNELL, J. J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 87, p. 73-100, 2008.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, R. E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.

GUJARATI, D. **Econometria básica**. Tradução da 4ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Governança Corporativa. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governanca-corporativa>>. Acesso em: 28 jan. 2020.

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

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Valuation. **The Journal of Finance**. v. 57, n. 3, p. 1147-1170, 2002.

LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, T. D. A. Governança corporativa: Impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração – RAUSP**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.

LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M. Governança Corporativa e Desempenho Econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da B3. **Revista de Gestão da USP – REGE**: São Paulo, v. 22, n. 2, p. 187-204, 2015.

MACHADO, M. A. V.; MEDEIROS, O. R. Existe efeito liquidez no mercado acionário brasileiro? **Brazilian Business Review**, v. 9, n. 4, p. 28-51, 2012.

MARQUES, V. A.; ALVES, R. F. C.; AMARAL, H. F.; SOUZA, A. A. Relação entre Níveis de Governança, Política de Dividendos, Endividamento e Valor das Empresas Brasileiras. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 3, n. 2, p. 4-26, 2015.

MARQUES, T. A.; GUIMARAES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A Concentração Acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100-133, 2015.

PEREIRA, L. H. M.; MARTINS, O. S. Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão da USP – REGE**, v. 22, n. 2, p. 205-221, 2015.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Adesão aos Novos Mercados da B3: novo mercado, nível 1 e nível 2: Determinantes e consequências. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 1, p. 107–136, 2009.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L.; Legitimidade, governança corporativa e desempenho: Análise das empresas da BMF&BOVESPA. **Revista de Administração de Empresas – FGV**, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013.

SANT'ANNA, D. P.; LOUZADA, L. C.; QUEIROZ, E.; FERREIRA, B.P. Valor de Mercado e Valor Contábil e sua Relação com os Resultados Anormais no Mercado de Capitais no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**: v. 23, p. 3-13. 2015.

SATURNINO, O.; LUCENA, P.; SATURNINO, V. Liquidez e Valor no Mercado de Ações Brasileiro: modelo de cinco fatores. **Revista Eletrônica de Administração – REAd**, v. 23, n. 2, 2017.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, R. F. M.; CARMONA, C. U. M.; LAGIOIA, U. C. T. A Relação entre o Risco e as Práticas de Governança Corporativa Diferenciada no Mercado Brasileiro de Ações: Uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. **Revista Brasileira de Gestão e Negócios**, v. 13, n. 39, p. 175-192, 2011.

SILVA, W. V.; SILVEIRA, S. A. A.; CORSO, J. M. D.; 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.

SILVA, C. C. S.; MARTINS, O. S. Valor e Práticas de Governança Corporativa das Empresas Listadas na B3. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 3, p. 26-41, 2015.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; MARTINS, V. A.; BAROSSO-FILHO, M Os Níveis de Governança Corporativa da B3 Aumentam a Liquidez das Ações? **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 13, n. 3, 2016.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa no Brasil e no mundo** – Teoria e Prática. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2010.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, 2008.

STEINBERG, H. **A Dimensão Humana da Governança Corporativa**: pessoas criam as melhores e as piores práticas. 3. ed. São Paulo: Gente, 2003.

ZAGO, C; MELLO, G. R. Governança Corporativa Eletrônica e Desempenho Econômico e Financeiro das Empresas Listadas no Índice B3. **Organizações em contexto**, v. 12, n. 23, 2016.