

---

# GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS DA NOVA ECONOMIA

---

## CORPORATE GOVERNANCE: AN ANALYSIS OF NEW ECONOMY COMPANIES

---

### **Juliana Molina Queiroz**

Doutora em Ciências Contábeis pelo PPGCC/UFRJ  
Endereço: Avenida Pasteur, 250, FACC Sala 247,  
Urca – Palácio Universitário - Rio de Janeiro/RJ  
Telefone: (27) 99780-2808  
E-mail: julianamolinaq@gmail.com

### **Edson Vinicius Pontes Bastos**

Doutorando em Engenharia de Produção pelo  
COPPE/UFRJ  
Endereço: Rua Horácio Macedo, Bloco G, 2030 -  
Cidade Universitária - Rio de Janeiro/RJ  
Telefone: (21) 99509-7889  
E-mail: edsonbastos@ufrj.br

Recebido: 10/06/2019    Aprovado: 24/08/2019  
Publicado: 31/08/2019

### **Jazmin Figari De La Cueva**

Doutoranda em Ciências Contábeis pelo PPGCC/UFRJ  
Endereço: Avenida Pasteur, 250, FACC Sala 247, Urca  
– Palácio Universitário - Rio de Janeiro/RJ  
Telefone: (21) 983261651  
E-mail: jazminfigari@gmail.com

### **David Mendes**

Mestre em Ciências Contábeis pelo PPGCC/UFRJ  
Endereço: Avenida do Trabalhador, Gleba B/4 - Distrito  
Agroindustrial, GO, 72800-000  
Telefone: (62) 99194-5923  
E-mail: dmendes2611@gmail.com

---

## RESUMO

---

Objetiva-se verificar se maiores níveis de intangibilidade se relacionam com um nível mais alto de Governança Corporativa. Para tal, as empresas foram selecionadas por meio da análise de quartis e aquelas com maior intangibilidade (empresas no terceiro quartil, pertencentes à Nova Economia) foram comparadas àquelas com menor intangibilidade (empresas no primeiro quartil, pertencentes à Velha Economia), criou-se dummies de segregação de empresas. Foram analisadas também variáveis econômico-financeiras que, sustentadas pela teoria, poder-se-iam relacionar com os níveis de Governança. Foram analisados dois modelos logit com controle por empresa, com controle de ano e outro sem, sendo a variável dependente uma dummy com valor 1 para empresas classificadas no Novo Mercado ou no Bovespa Nível 2 e 0 caso contrário. As variáveis independentes foram a variável dummy para empresas da Nova Economia e as demais variáveis econômico-financeiras. Os resultados apontam que há relação positiva entre os níveis mais elevados de intangibilidade nas empresas pertencentes à Nova Economia e os níveis mais elevados de Governança. Adicionalmente foi investigado se o Tamanho, Endividamento e o Market-to-Book também possuíam relação com níveis mais elevados de Governança. A variável Tamanho possui uma relação positiva. Já o Endividamento, uma relação negativa, corroborando, assim, com a teoria. O índice Market-to-Book não apresentou significância estatística.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa. Nova Economia. Intangibilidade.

## **ABSTRACT**

---

*This study aims to verify if higher levels of intangibility are related to a higher level of Corporate Governance. For this, the companies were selected through the analysis of quartiles and those with higher intangibility (companies in the third quartile, belonging to the New Economy) were compared to those with less intangibility (companies in the first quartile, belonging to the Old Economy), was created companies segregation dummies. Economic-financial variables that, supported by theory, could be related to the levels of Governance were also analyzed. Two logit models were analyzed with control by company, onde with year control and another without, being the dependent variable a dummy with value 1 for companies classified in Novo Mercado or Bovespa Level 2 and 0 otherwise. The independent variables were the dummy variable for companies of the New Economy and the other economic-financial variables. The results indicate that there is a positive relationship between the higher levels of intangibility in the companies belonging to the New Economy and the higher levels of Governance. In addition, it was investigated whether the Size, Indebtedness and Market-to-Book also had relation with higher levels of Governance, the Size variable has a positive relation and the Indebtedness a negative relation, thus corroborating with the theory, Market-to-Book wasn't statistically significant.*

**Keywords:** Corporate Governance. New Economy. Intangibility.

## **1 INTRODUÇÃO**

A Governança Corporativa (GC) é reconhecida na literatura como uma das formas de mitigar o chamado “conflito de agência”. Pode ser utilizada como uma alternativa que serve para superar o conflito de interesses entre os agentes envolvidos e interessados nas atividades das empresas. Esse conflito ocorre a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial (BERLE; MEANS, 1991).

Segundo Bushman e Smith (2001), a divulgação dos relatórios financeiros é uma produção de informações que são distribuídas ao mercado e serve como uma forma de diminuir a assimetria informacional entre os agentes. A assimetria informacional existe porque alguns indivíduos possuem informações privilegiadas e distintas dos outros agentes; essa pode ser diminuída por meio da evidenciação dos números contábeis que podem gerar maior transparência.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) indica que a maior transparência é assegurada aos sócios quando se tem melhores práticas de Governança Corporativa. Sendo assim, a melhor evidenciação dos números contábeis leva a maiores níveis de Governança Corporativa.

Nos estudos de Lopes e Martins (2005) há evidências de que as empresas com maior poder explicativo dos números contábeis, ou seja, melhor evidenciação, apresenta maior intangibilidade. Esse estudo analisa o relacionamento da divulgação de uma informação em particular: Ativo Intangível, com os níveis de Governança Corporativa. Além de Lopes, os resultados de Dias et al. (2013) indicaram que as empresas maiores possuíam maior conformidade quanto ao disclosure obrigatório de ativos intangíveis. Já Machado e Famá (2011a) pesquisaram a relação entre Ativos Intangíveis e Governança Corporativa por meio de uma análise qualitativa com o intuito de verificar o nível médio de intangibilidade das companhias listadas na BM&FBOVESPA nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa. Os resultados indicaram que as companhias que aderem ao mais alto nível de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA apresentaram em média maior intangibilidade.

São classificadas como pertencentes à Nova Economia as empresas que possuem alta concentração de ativos intangíveis (AMIR; LEV, 1996). Nesse contexto há o interesse de se pesquisar se existe um padrão de que empresas que são consideradas da Nova Economia se encontram no nível de Governança Corporativa mais fidedignos. Portanto, o problema de pesquisa é: Qual a relação entre o maior nível de intangibilidade (empresas da Nova Economia) e a classificação em níveis mais transparentes de Governança Corporativa? Assim, o objetivo geral deste estudo é verificar como maiores

níveis de intangibilidade se relacionam com os níveis mais sofisticados de classificação de Governança corporativa das empresas da Nova Economia. Os objetivos específicos são: investigar se o tamanho da empresa, o nível de endividamento e o Market-to-Book têm relação com níveis mais elevados de GC.

Diante do problema e do objetivo de pesquisa, pode-se formular a principal Hipótese de Pesquisa deste trabalho:

H1: O nível mais elevado de intangibilidade tem relação positiva com níveis especiais de Governança Corporativa das entidades.

Há a premissa de que empresas com maiores níveis de intangibilidade divulguem de forma mais adequada as suas informações contábeis (AMIR; LEV, 1996; DIAS et al., 2013; MACHADO; FAMÁ, 2011a) e, por isso, pertencem a mais altos níveis de Governança Corporativa.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Governança corporativa**

A Governança Corporativa foi criada nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha e, segundo Carvalho e Pereira (2005), a denominação “Governança Corporativa” se tornou popular após os anos 1990. A expressão foi utilizada pela primeira vez em 1991 e, em 1992 foi definido o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. Andrade e Rossetti (2004) indicam, também, que em 1995 foi editado o primeiro livro que continha a designação “Corporate Governance” de autoria de R. Monks e N. Minow.

O termo foi desenvolvido com o intuito de definir as regras que regem o relacionamento dentro das empresas, levando em consideração os interesses dos acionistas, controladores, acionistas minoritários e administradores (DIAS et al., 2013). Segundo os autores, a Governança Corporativa tem sido estudada amplamente por diversos pesquisadores nacionais e internacionais, pois é reconhecida amplamente como um fator importante para a comercialização das ações das empresas no mercado de capitais. A Governança Corporativa é importante principalmente em empresas com capital aberto, pois foi desenvolvida com o intuito de dirimir os problemas de agência.

O problema de agência surge quando nem todos os agentes envolvidos com a empresa possuem as mesmas informações. Cada agente possui seus interesses pessoais, e, ao colocá-los em primeiro lugar, utilizam informações privilegiadas, podendo prejudicar os outros interessados no andamento da organização. Berle e Means (1991) fizeram a primeira sustentação dos conflitos de agência, ao determinar que a Teoria Clássica da Firma (TCF) não existe. A TCF indica que há somente um único proprietário da empresa, e que ele também é o administrador da companhia. Mais especificamente, segundo os autores, existem dois atores: O Principal (acionista) e o Agente (executivo) com diferentes interesses, portanto, surge os conflitos de agência e a assimetria informacional que permeiam as organizações. Sendo assim, entendendo a Governança Corporativa como um mecanismo que visa diminuir a assimetria informacional, o investidor deve se cercar do maior número possível de instrumentos para evitar que seja expropriado pelo administrador (JOHNSON et al., 2000).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), a Governança Corporativa busca caminhos para garantir que os fornecedores dos recursos (investidores) obtenham o retorno esperado sobre os seus investimentos. Pode ser verificado que a Governança Corporativa surgiu com o intuito de diminuir esses problemas de agência entre o acionista e o administrador. Os autores se restringiram a um conflito de interesses, porém, é possível e provável que surjam conflitos entre outros autores que garantirão a existência dos problemas de agência.

Lodi (2000) incluiu outros interessados e fez outra definição da Governança Corporativa, tratando-a como um termo que é dado a um sistema de gestão de relações entre Conselho de Administração, majoritários, minoritários, diretoria da empresa, acionistas e os auditores externos independentes.

Jensen e Meckling (1976) define a Governança como uma estrutura de controle de alto nível, a qual consiste nos “direitos de decisão do Conselho de Administração e do diretor executivo, dos procedimentos para alterá-los, do tamanho e composição do Conselho de Administração e da compensação e posse de ações dos gestores e conselheiros”.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) a:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade (IBGC, 2015).

Oliveira (2006, p. 17) afirma que Governança Corporativa melhora o modelo de gestão, pois facilita o acesso às informações básicas de todas as partes interessadas protegendo, assim, os acionistas, clientes, fornecedores, funcionários e governo, por meio de um conjunto de práticas administrativas que otimizam o desempenho das empresas com seus negócios, produtos e serviços.

Algumas informações básicas da empresa podem ser evidenciadas por meio dos relatórios contábeis, os quais, segundo Rezende (2005), em concordância com Bushman e Smith (2001), são mecanismos alternativos à Governança Corporativa na redução do impacto dos conflitos de agência.

Diante do exposto, a divulgação dos relatórios financeiros serve como uma forma de controlar as ações dos agentes internos às empresas, pois tais relatórios são feitos com o intuito de informar a todos os usuários e interessados nas atividades empresariais. No *site* da Bolsa de Valores de São Paulo fica clara a importância da divulgação mais completa e de acordo com as normas:

Os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 - foram criados no momento em que percebemos que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas.

Todos os segmentos prezam por rígidas regras de Governança Corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.s) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores, pois o risco é reduzido, ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado.

Para Iudícibus (2004, p. 129), a divulgação dos relatórios financeiros busca apresentar informações quantitativas e qualitativas de maneira ordenada a fim de proporcionar uma base adequada de informações para os usuários. Sendo assim, as empresas passam a evidenciar mais a fim de atender aos órgãos reguladores (evidenciação obrigatória) ou para demonstrar maior transparência na sua administração (evidenciação voluntária).

Alguns autores relacionaram os níveis de Governança Corporativa com características econômico-financeiras e de mercado (Black et al., 2006) em concordância com os achados de Bortolon (2012); Carvalhau e Pereira (2005); Demsetz e Villalonga (2001); Groh et al. (2010). Mais especificamente Machado e Famá (2011a) pesquisaram dois elementos muito debatidos pela comunidade acadêmica: Ativos Intangíveis e Governança Corporativa. O objetivo do trabalho foi verificar o nível médio de intangibilidade das companhias listadas na BM&FBOVESPA nos segmentos diferenciados de Governança Corporativa. Foi constatado que, no período de 2002 a 2007, tendo o índice de intangibilidade como variável de pesquisa, as companhias que aderiram aos mais altos níveis de Governança Corporativa apresentaram em média maior intangibilidade.

Além desses autores, Dias et al. (2013) também encontraram resultados que demonstraram que, entre as maiores empresas brasileiras listadas nos diversos setores econômicos da BM&FBovespa, aquelas com melhores práticas de Governança Corporativa possuíam maior conformidade quanto ao *disclosure* obrigatório sobre os ativos intangíveis.

Empresas que possuem altos percentuais de ativos intangíveis em relação ao seu Ativo Total são consideradas empresas pertencentes à Nova Economia, assim como aquelas com menor percentual de intangíveis são classificadas como da Velha Economia (AMIR; LEV, 1996).

## 2.2 Velha e nova economia

As empresas possuem modelos econômicos distintos quando se trata de divulgação do intangível. Neste trabalho, o fator fundamental para a comparação das empresas foi a distinção de empresas que possuem características da Velha Economia e aquelas que possuem da Nova Economia.

As empresas consideradas do setor tradicional fazem transações comerciais de produtos de origem primária (commodities). Segundo Matias e Freitas (2003), a expressão “commodity” é atribuída a um produto com disponibilidade para comercialização, e exige, assim, sistemas de transporte e logística adequados para a sua comercialização, capacitando a venda e transformando rapidamente a mercadoria em dinheiro em qualquer parte do mundo. Sendo assim, essas empresas compõem o ativo, em sua maior parte, com imobilizados, principalmente em máquinas e equipamentos, e, por isso, são consideradas integrantes da Velha Economia.

A Nova Economia engloba empresas cujo produto é baseado nas redes de informação, onde o intangível é, geralmente, maior que o ativo imobilizado e tem grande expressividade no ativo da empresa. Na nova economia, os ativos intangíveis têm um papel progressivamente dominante na geração de riqueza em âmbito empresarial e, dessa forma, constituem um relevante aspecto a ser considerado no campo da avaliação e da gestão de negócios.

Rezende (2005) fez um estudo e constatou que, em uma amostra de empresas, nos períodos de 1998 e 1999, o poder explicativo dos números contábeis das empresas consideradas da Nova Economia eram superiores ao das empresas da Velha Economia.

A divulgação desses números contábeis, as quais finalizam o processo contábil, segundo Rezende (2005), é relevante para “distribuir informação para todos os potenciais participantes” envolvidos nas atividades das empresas. Assim, a contabilidade serve como instrumento alternativo à Governança Corporativa, proporcionando maiores níveis de Governança Corporativa nas empresas com maior divulgação contábil.

A relação de uma maior divulgação contábil de ativos intangíveis e níveis especiais de Governança Corporativa foi comprovada por Machado e Famá (2011a) e Dias et al. (2013). A pesquisa de Machado e Famá (2011b) analisou a relação do valor dos ativos intangíveis e os níveis de Governança Corporativa. Deve-se considerar que tal estudo analisou os dados de intangíveis antes da obrigatoriedade das normas internacionais – IFRS (*International Financial Reporting Standards*), a qual definiu o tratamento contábil dos ativos intangíveis por meio da emissão do Pronunciamento Técnico CPC 04 em 2008. O presente trabalho faz uma análise após o início do processo de internacionalização.

O estudo de Dias et al. (2013), por sua vez, analisou o *disclosure* obrigatório do ativo intangível em relação aos níveis de Governança Corporativa. Tal estudo não utilizou o índice de intangibilidade, o qual relaciona o valor informado do Ativo Intangível com o Ativo Total. Neste trabalho, será analisada a relação da intangibilidade das empresas com os níveis de Governança Corporativa, além de analisar outras características econômico-financeiras que influenciam a Governança Corporativa. Tais características são descritas e sustentadas, pelos resultados de trabalhos anteriores, na sequência.

## **2.3 Características econômico-financeiras na Governança Corporativa**

As características econômico-financeiras foram incluídas na análise como variáveis de controle. As variáveis são: Endividamento, Ebit e Tamanho. Tais características são consideradas como influenciadores dos níveis de Governança Corporativa e são sustentadas empiricamente a seguir.

### **2.3.1 Endividamento**

Silveira et al. (2008) investigaram empiricamente a influência das práticas de Governança Corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. Em seu estudo foi analisado se a estrutura de capital pode influenciar a adoção pela empresa de certas práticas de Governança Corporativa. Os resultados indicaram que há significativa influência, com sentido positivo, das práticas de Governança sobre a alavancagem financeira, em especial a dimensão estrutura de propriedade. Os autores sugerem que, diante de tal resultado, a estrutura de capital das empresas, o que inclui o seu endividamento, é uma possível determinante da Governança Corporativa, devido à possível causalidade entre esses constructos de interesse. Portanto, espera-se uma relação negativa entre endividamento e níveis superiores de Governança Corporativa.

H2: O nível de endividamento tem relação negativa com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.

### **2.3.2 Ebitda**

Em seus estudos, Bortolon (2012) pesquisou as motivações da comum existência de estruturas piramidais de controle nas empresas brasileiras, as quais representam uma forma de desvio do princípio “uma ação, um voto”, que é reconhecido como boa prática de Governança Corporativa (IBGC, 2009). Para a análise, a autora utilizou variáveis econômico-financeiras e de estrutura de propriedade, utilizando regressões lineares múltiplas e modelos logit. Seus resultados sugerem que o lucro operacional tem relação negativa com o desvio de direitos. Desta forma, as empresas com menor lucro operacional tendem a apresentar maiores desvios de direitos, ou seja, menor Governança Corporativa. Portanto, espera-se uma relação negativa entre o Ebitda e níveis superiores de Governança Corporativa.

H3: O Ebitda tem relação negativa com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.

### **2.3.3 Tamanho**

Segundo Carvalhal (2012), a prática do acordo de acionistas assume uma importante função para mitigar os conflitos de interesses, ou seja, melhorar a Governança Corporativa. O autor sugeriu que existe efeito positivo e significativo na probabilidade de que as empresas que possuem acordos de acionistas tenham maior tamanho e maior adesão ao segmento do Novo Mercado.

Além disso, Silveira et al. (2008), em conformidade com os achados de Demsetz e Villalonga (2001), encontraram que empresas maiores possuem mais recursos para investir em mecanismos mais sofisticados de Governança Corporativa. Para fins deste estudo utilizou-se o log do Ativo para tamanho. Espera-se que empresas maiores possuam maiores níveis de Governança Corporativa.

H4: O Tamanho tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.

### **2.3.4 Market-to-book**

Nobili (2006) identificou a relação entre o índice Market-to-Book e a Governança Corporativa ao

tentar adicionar um quarto fator (Governança Corporativa) ao modelo de três fatores de Fama e French (1993) e identificar a relação entre os retornos das ações brasileiras e o índice de GC no período 1995-2004. Foram rodadas regressões econométricas ajustadas e testadas a partir de quatro diferentes modelos: com apenas um fator, o fator mercado; segundo, o modelo de três fatores de Fama e French; com dois fatores, mercado e governança; e, por fim, considerando todos os fatores, mercado, tamanho, market-to-book e governança. Os valores encontrados levam à conclusão também de que o fator Governança Corporativa se relaciona positivamente com os valores de Market-to-Book.

H5: O Market-to-Book tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Amostra

Foram coletados dados de 764 empresas para proceder as análises quantitativas, porém, foram analisadas somente as observações daquelas que apresentaram todas as informações necessárias para o modelo proposto no ano. O período de análise foi de 2010 a 2016. As informações foram coletadas no Banco de dados do Comdinheiro.

O período de corte da análise foi o ano de 2010 devido ao início da implementação das IFRS (*International Financial Reporting Standards*) no Brasil, normas essas que definiram o tratamento das variáveis contábeis.

#### 3.2 Variável dependente – Níveis de Governança Corporativa

O nível de Governança Corporativa será representado por uma variável binária que assume valor 1 para as empresas cujo nível de Governança Corporativa era Novo Mercado e Nível 2 e 0 para os outros níveis.

#### 3.3 Variáveis explicativas

Primeiramente foi calculado o índice de intangibilidade das empresas, o qual relaciona o valor informado do Ativo Intangível com o Ativo Total com o intuito de selecionar as empresas com menor e maior intangibilidade. As empresas foram classificadas de acordo com uma análise de quartis, sendo consideradas em ordem decrescente em relação aos índices de intangibilidade. As empresas com maiores valores de intangíveis encontram-se no primeiro quartil, sendo as representantes da Nova Economia, constituindo a variável dummy Nveco.

O Quadro 1 descreve as demais variáveis explicativas que serão utilizadas no modelo:

Quadro 1 - Composição das variáveis

Variável	Nome	Descrição
Ebitda	Ebitda	Proxy de disponibilidades (substituta do lucro operacional) que tem relação inversa com desvios de direitos
Endiv	Endividamento	Percentual de ativo que é financiado pelo passivo
Tam	Ativo	Logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total
MTB	Market-to-Book	Relação entre valor de mercado e o valor patrimonial da empresa

Fonte: Elaborado pelos autores.

Após a coleta das variáveis (com base em estudos anteriores) citadas no Quadro 1, é possível formular um modelo econométrico, o qual é descrito na próxima subseção.

### 3.4 Modelo econométrico

Primeiramente, foi feita uma análise descritiva das variáveis selecionadas como características da empresa que poderiam influenciar no nível de Governança Corporativa da entidade. Em seguida, foi utilizado o modelo econométrico de regressão logística, que também é conhecido como *logit*. O *logit* é uma técnica estatística que analisa a probabilidade de ocorrência de uma observação dependendo de suas variáveis explicativas métricas ou não métricas (FÁVERO et al., 2009).

Possui como variável dependente uma *dummy* que assume valor 1 para o sucesso e 0 para insucesso. Neste trabalho, o valor 1 na variável dependente indica que a empresa foi classificada em níveis de Governança Corporativa do Novo Mercado ou Nível 2, e 0 para as demais classificações. A intenção de fazer essa análise neste trabalho é identificar qual a probabilidade de uma empresa estar classificada com melhor Governança Corporativa a partir de suas características de intangibilidade, valor de ebtida, endividamento e tamanho.

Para a realização da análise estatística *logit* foi utilizado o *software Stata* para gerar os dados da estatística descritiva e rodar a regressão logística, conforme a equação (1):

$$NGov_{it} = \beta_0 + \beta_1 NVECO_{it} + \beta_2 BITDA_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \sum \delta nAno_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

Em que:

*NGov<sub>it</sub>*: variável *dummy* que representa o nível de Governança Corporativa em que a empresa está classificada de acordo com a listagem da BMF&BOVESPA, sendo 1 para empresas classificadas no Novo Mercado ou Nível 2 e 0 para os demais níveis;

*NVECO<sub>it</sub>*: variável *dummy* que indica se a empresa pertence à Nova Economia, sendo 1 para as empresas classificadas no 1º quartil (Nova Economia) e 0 para as demais;

*EBITDA<sub>it</sub>*: *Proxy* de disponibilidades (substituta do lucro operacional);

*ENDIV<sub>it</sub>*: indicador Percentual de ativo que é financiado pelo passivo;

*TAM<sub>it</sub>*: logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total;

*MTB<sub>it</sub>*: Market-to-Book, relação entre o valor de mercado das ações e o valor patrimonial;

*Ano*: Controle de variáveis *dummy* para cada ano.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Estatística descritiva

Por meio dos *softwares Stata®* e *Microsoft Excel®*, com base nos procedimentos relatados no tópico anterior, apresentam-se as estatísticas descritivas na Tabela 1.

Tabela 1 - Percentual de empresas

NGOV: Nível de Governança	%	Valor da dummy
Novo Mercado ou Nível 2	38,97	1
Demais níveis	61,03	0
<b>Total</b>	100	

Em que: *NGov<sub>it</sub>*: variável *dummy* que representa o nível de Governança Corporativa em que a empresa está classificada de acordo com a listagem da BMF&BOVESPA, sendo 1 para empresas classificadas no Novo Mercado ou Nível 2, e 0 para os demais níveis.

Fonte: Dados da pesquisa.

É possível observar na Tabela 1 que a 38,97% das empresas encontram-se classificadas no Novo Mercado ou no Bovespa Nível 2 e que a maioria das empresas não se encontram nos níveis mais elevados de Governança Corporativa.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis explicativas

Variáveis	NºObs.	Média	Mediana	Desv.Pad.	Mín.	Máx.	1º Quartil	3º Quartil
<i>ENDIV</i>	4179	2,84	6,07	6,41	0	4,54	7,25	2,77
<i>EBITDA</i>	3476	1,860	1,880	2,119	1,244	2,331	1,728	1,998
<i>TAM</i>	5174	2,113	2,165	2,835	1,040	2,724	1,985	2,292
<i>MTB</i>	2615	-4,115	0,973	2,159	-9,815	6,052	0,376	2,017
<i>INTANG</i>	4405	0,137	0,033	0,194	0,000	0,767	0,003	0,212

Em que: *NECO<sub>it</sub>*: variável *dummy* que indica se a empresa pertence à Nova Economia, sendo 1 para as empresas classificadas no 1º quartil (Nova Economia) e 0 para as demais; *EBITDA<sub>it</sub>*: *Proxy* de disponibilidades (substituta do lucro operacional); *ENDIV<sub>it</sub>*: indicador percentual de ativo que é financiado pelo passivo; *TAM<sub>it</sub>*: logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total; *MTB<sub>it</sub>*: Market-to-Book, relação entre o valor de mercado das ações e o valor patrimonial; *Ano*: Controle de variáveis *dummy* para cada ano; \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, e \* p<0.10.

Ao analisar as médias em relação às medianas, é possível ter uma ideia da distribuição das variáveis, ainda que a normalidade não seja premissa do modelo de regressão logística. É possível verificar que a variável *ENDIV* possui o maior desvio padrão e a *INTANG*, por sua vez, a menor variabilidade entre as variáveis estudadas.

## 4.2 Correlação de Pearson

A correlação de *Pearson*, apresentada na Tabela 3, representa a relação linear relativa entre duas variáveis. Segundo Fávero et al. (2009), por meio dela é possível verificar a existência de problemas de alta colinearidade entre as variáveis explicativas.

Tabela 3 - Correlação de Pearson das variáveis

Variáveis	<i>NGOV</i>	<i>ENDIV</i>	<i>EBITDA</i>	<i>TAM</i>	<i>MTB</i>	<i>INTANG</i>
<i>NGOV</i>	1					
<i>ENDIV</i>	<b>-0.061***</b>	1				
<i>EBITDA</i>	<b>0.181***</b>	<b>0.399***</b>	1			
<i>TAM</i>	<b>0.201***</b>	<b>0.498***</b>	<b>0.854***</b>	1		
<i>MTB</i>	0.017	-0.019	0.024	0.023	1	
<i>INTANG</i>	<b>0.186***</b>	<b>0.037**</b>	<b>0.133***</b>	<b>0.129***</b>	<b>0.151***</b>	1

Em que: *NGOV<sub>it</sub>*: variável *dummy* que representa o nível de Governança Corporativa em que a empresa está classificada de acordo com a listagem da BMF&BOVESPA, sendo 1 para empresas classificadas no Novo Mercado ou Nível 2, e 0 para as demais níveis; *NECO<sub>it</sub>*: variável *dummy* que indica se a empresa pertence à Nova Economia, sendo 1 para as empresas classificadas no 1º quartil (Nova Economia) e 0 para as demais; *EBITDA<sub>it</sub>*: *Proxy* de disponibilidades (substituta do lucro operacional); *ENDIV<sub>it</sub>*: indicador Percentual de ativo que é financiado pelo passivo; *TAM<sub>it</sub>*: logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total; *MTB<sub>it</sub>*: Market-to-Book, relação entre o valor de mercado das ações e o valor patrimonial; *Ano*: Controle de variáveis *dummy* para cada ano; \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, e \* p<0.10.

A matriz de correlação para as variáveis principais do estudo é mostrada na Tabela 3. Entre as variáveis de interesse, existem algumas correlações significativas, como Nível de Governança (*NGOV*) com Endividamento (*ENDIV*), Ebitda, Valor contábil do Ativo (*TAM*). Correlações positivas também podem ser observadas entre Endividamento, Ebitda e Intangível. Assim como entre Ebitda e Valor contábil do Ativo (*TAM*) e Intangível (*INTANG*), porém, não prejudicariam as análises da regressão

logit. Devido à alta correlação entre Ebitda e Tamanho (0,865\*\*\*), optou-se por excluir o Ebitda da análise de regressão logit.

### 4.3 Resultados das Regressões

A fim de responder ao problema de pesquisa, foram realizadas regressões logísticas, as quais encontram-se na Tabela 4.

Primeiramente, foram testadas as correlações entre todas as variáveis supracitadas e, em seguida, dada a presença de forte correlação entre as variáveis Ebitda e Tamanho, optou-se por omitir a primeira e, então, rodar a regressão logística. A primeira linha apresenta o coeficiente logit estimado, em seguida, os erros-padrão e, então, a Pseudo R<sup>2</sup>, que se constitui como uma forma mais fácil de ser interpretada.

Com base nos resultados da Tabela 4, é possível, inicialmente, dizer que ambos os modelos são válidos diante dos p-valores calculados para a estatística do qui-quadrado, rejeitando a hipótese nula de que todos os coeficientes são conjuntamente iguais a zero. Os modelos apresentaram poder de explicação de 5% e 5,3%, respectivamente. Os resultados mostraram também que o modelo 1, modelo sem controle de ano, classificou 63,20% dos dados corretamente. Já o modelo 2, modelo com controle de ano, classificou 63,40% dos dados corretamente.

O coeficiente da variável *dummy* NVeco, que representa as empresas que possuem as características da Nova Economia, mostrou-se positivo, pressupondo uma relação direta com os níveis superiores de Governança Corporativa. Interpretando de outra forma, o fato de a empresa pertencer à Nova Economia aumenta as chances de ter a Governança Corporativa mais elevada. Desta forma, a H1: O nível mais elevado de intangibilidade tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades, **isto é**, não foi rejeitada. Tal fato corrobora as premissas dos autores Lopes e Martins (2005), Machado e Famá (2011a), Dias et al. (2013) e Lev e Amir (1996) de que empresas com maiores níveis de intangibilidade divulguem de forma mais adequada as suas informações e, por isso, pertencem a mais altos níveis de Governança Corporativa.

Tabela 4 - Regressões logísticas

$$NGov_{it} = \beta_0 + \beta_1 NVECO_{it} + \beta_2 EBITDA_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \sum_{n=1}^{t-1} \delta_n Ano + \varepsilon_{it}$$

Var.	NECO	ENDIV	TAM	MTB	Const.	nº Obs	Prob > chi2	Pseud. R <sup>2</sup>
(1) NG	<b>0,945***</b> (8,06)	<b>-3,39***</b> (-3,16)	<b>0,133***</b> (3,95)	-0,002 (-1,41)	<b>-3,6***</b> (-4,90)	1451	0,000	0,05
(2) NG	<b>0,941***</b> (8,01)	<b>-3,53***</b> (-3,27)	<b>0,128***</b> (3,77)	-0,002 (-1,43)	-3,338 (-0,69)	1451	0,000	0,053

Em que:  $NGov_{it}$ : variável *dummy* que representa o nível de Governança Corporativa em que a empresa está classificada de acordo com a listagem da BMF&BOVESPA, sendo 1 para empresas classificadas no Novo Mercado ou Nível 2, e 0 para os demais níveis;  $NVECO_{it}$ : variável *dummy* que indica se a empresa pertence à Nova Economia, sendo 1 para as empresas classificadas no 1º quartil (Nova Economia) e 0 para as demais;  $EBITDA_{it}$ : Proxy de disponibilidades (substituta do lucro operacional);  $ENDIV_{it}$ : indicador Percentual de ativo que é financiado pelo passivo;  $TAM_{it}$ : logaritmo natural do valor contábil do Ativo Total;  $MTB_{it}$ : Market-to-Book, relação entre o valor de mercado das ações e o valor patrimonial;  $Ano$ : Controle de variáveis *dummy* para cada ano; \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, e \* p < 0.10.

Observa-se que a variável Endividamento (ENDIV) se mostrou negativa, ou seja, essa variável apresentou uma relação inversa com a variável dependente NGov, o que significa que a chance de uma empresa ser classificada em níveis mais sofisticados de Governança Corporativa diminuiria em uma vez, dado o acréscimo de uma unidade na variável Endividamento. Dessa forma, não se rejeita a H2: O nível de endividamento tem relação negativa com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades corroborando assim os autores Silveira et al. (2008).

Ao se considerar variável que representa o Tamanho da empresa, indicado neste estudo pelo logaritmo do Valor contábil do Ativo da empresa (TAM), para a amostra considerada, os resultados da Regressão *logit* indicam uma relação positiva entre o mesmo e o Nível de Governança corporativa em que a empresa se encontra classificada. Essa relação indica que a variação positiva no Tamanho irá contribuir para aumentar a probabilidade de a empresa classificar-se como Novo Mercado nível 1. Dessa forma, não se rejeita a H4: O Tamanho tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades.

Ao analisar a variável *Market-to-Book* (MTB), que consiste na relação entre o valor de mercado das ações e o valor patrimonial, percebe-se que essa variável MTB apresentou uma relação inversa com a variável dependente NGov, o que indicaria que uma empresa classificada em níveis mais sofisticados de Governança Corporativa diminuiria com o aumento na relação de MTB. Porém, o coeficiente dessa variável não foi significativo, o que não possibilita realizar nenhuma inferência sobre a mesma. Dessa forma, rejeita-se a H5: O *Market-to-Book* tem relação positiva com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades para a presente amostra. Nesse sentido, este estudo não seguiu a mesma linha dos achados de Nobili (2006).

Devido à alta colinearidade entre a variável Ebtida e Tamanho da empresa (TAM), optou-se por não incluir essa variável na regressão *logit*, de maneira que a H3: O Ebtida tem relação negativa com Níveis mais elevados de Governança Corporativa das entidades e não pode ser testada.

Feito uma análise conjunta dos resultados, foi possível identificar que as empresas com maiores Níveis de Governança Corporativa parecem pertencer à Nova Economia (empresas com maiores valores de intangíveis – maior intangibilidade) e com maiores valores de Ativo (empresas maiores). Esses resultados podem ser reflexos de alguns fatores. Um deles pode ser o que diz respeito aos níveis de intangibilidade das empresas. Empresas pertencentes à Nova Economia são empresas com maiores valores de intangíveis. Essas empresas começaram a surgir com a globalização, principalmente no final de século XX, em que a informação e outros ativos contabilizados como Ativo Intangível passaram a se tornar valiosos.

Outro fator que deve ser citado é o do tamanho da empresa. Empresas maiores são, geralmente, mais consolidadas e, provavelmente, estão há mais tempo no mercado. Assim, faz sentido a variável tamanho ter relação com a maior probabilidade de pertencimento a níveis de Governança Corporativos mais altos. Além disso, há também a questão de que empresas maiores podem possuir mais recursos para investir em mecanismos mais sofisticados de GC. Sendo assim, esse resultado corroborou com os achados de Carvalhal (2012), Silveira et al. (2009) e Demsetz e Villalonga (2001), os quais encontraram a mesma relação positiva entre níveis de Governança Corporativa e Tamanho.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sabe-se que a Governança Corporativa é um mecanismo de normas, costumes e regras, o qual funciona como uma das formas de mitigar o chamado “conflito de agência”. É considerada uma alternativa que ajuda a superar os conflitos de interesses entre os agentes e diminuir, assim, a assimetria informacional (BERLE; MEANS, 1991). Ou seja, quanto melhor a Governança Corporativa, menor o conflito de interesses entre os agentes.

A assimetria informacional pode ser mitigada por meio da divulgação dos relatórios financeiros, pois é uma forma de produção de informações que pode ser distribuída ao mercado sem restrições. Essa divulgação dos números contábeis diminui a diferença de posse de informações entre os agentes (BUSHMAN; SMITH, 2001). Sendo assim, maior transparência gera menor assimetria informacional e, conseqüentemente, melhores níveis de Governança Corporativa.

Neste estudo, foi analisada a relação dos níveis de Governança Corporativa e o nível de intangibilidade das empresas. O nível de intangibilidade das empresas indica se a empresa pertence à Nova Economia ou à Velha Economia. De acordo com Lopes e Martins (2005) as empresas que pertencem à Nova Economia, as quais possuem um maior índice de intangibilidade (índice que relaciona o Intangível com o Ativo Total), têm um poder explicativo mais fidedigno dos números contábeis. Sendo assim, empresas com maior valor de intangíveis divulgam melhor seus números e, conseqüentemente, deveriam possuir melhores níveis de Governança Corporativa. O objetivo deste estudo foi, portanto, verificar como a intangibilidade afeta o nível de Governança Corporativa da empresa na Bovespa. Foram analisadas também variáveis econômico-financeiras, que, sustentadas pela teoria, poderiam influenciar o nível de Governança Corporativa das empresas.

Para responder ao problema de pesquisa, foi utilizada uma análise quantitativa, regressão logística, utilizando os dados coletados no Banco de dados Comdinheiro® de 764 empresas. Os resultados das regressões permitiram não rejeitar a hipótese da pesquisa, dado que a relação entre níveis mais elaborados de Governança Corporativa e a classificação como Nova Economia foi positiva, corroborando os estudos empíricos anteriores mencionados.

Sobre a variável de controle endividamento, esperava-se que empresas menos endividadas pertencessem a níveis mais elevados de Governança Corporativa (Bortolon, 2012; Silveira et al., 2008) por buscar evidenciar melhor suas informações contábeis de modo a transmitir maior transparência aos seus financiadores e, por consequência, tivessem valores mais altos de intangíveis, por conseguir evidenciá-los de forma adequada. Essa possibilidade não foi rejeitada tendo em vista a análise dos níveis superiores de Governança Corporativa.

As empresas maiores têm maior probabilidade de pertencer a níveis de Governança mais altos, o que pode ser justificado pela maturidade da empresa, ou seja, pelo fato de se encontrarem há mais tempo no mercado. Além disso, podem possuir mais recursos para investir em mecanismos sofisticados de Governança Corporativa.

Considerando o objetivo da presente pesquisa, os resultados não rejeitaram H1, demonstrando que há relação positiva entre os níveis mais elevados de intangibilidade nas empresas (pertencentes à Nova Economia) e os níveis mais elevados de Governança Corporativa. Portanto, os resultados indicam uma relação positiva entre intangibilidade (empresas com maiores valores de ativos intangíveis) e níveis de Governança Corporativa. Isto é, mostrou-se que o aumento da variação da intangibilidade aumenta significativamente a probabilidade de que a mesma esteja classificada como pertencente a níveis mais elevados de Governança Corporativa.

Dentre as limitações do estudo, pode-se considerar o fato da amostra não compreender todas as empresas listadas na BM&FBovespa (B3), devido à falta de informações das mesmas, portanto, deve-se considerar que existem informações que não foram capturadas. Outros fatores limitantes foram a definição do período de análise de apenas cinco anos e o método de tratamento de outliers, winsorização. Além dessas, existe a limitação com relação à variável que representa a governança corporativa, pois o nível de governança não representa um estado da empresa.

Como sugestão para pesquisas futuras, sugere-se utilizar outras variáveis que representem a governança corporativa. Além disso, sugere-se que seja analisado o próprio valor de ativo intangível para identificar se a empresa realmente deveria ser reconhecida como pertencente à Nova Economia.

## REFERÊNCIAS

AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1–3, p. 3. 1996.

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2004. Disponível em: <<http://bases.bireme.br/cgi-bin/wxislind.exe/iah/online/?IsisScript=iah/iah.xis&src=google&base=REPIDISCA&lang=p&nextAction=lnk&exprSearch=27029&indexSearch=ID>>. Acesso em: 22 abr. 2020.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. Transaction Publishers. 1991. Disponível em: <<https://pt.scribd.com/document/272988052/Berle-Gardiner-C-means-The-Modern-Corporation-and-Private-Property>>. Acesso em: 22 abr. 2020.
- BLACK, B. S.; DE CARVALHO, A. G.; GORGA, É. Corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21–38. 2010.
- BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. **Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366–413, 2006.
- BORTOLON, P. M. Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 10, n. 11, 2012.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1–3, p. 237–333. 2001.
- CARVALHAL, A. Do shareholder agreements affect market valuation?: Evidence from Brazilian listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 919–933. 2012.
- CARVALHAU, A. L.; PEREIRA CÂMARA LEAL, R. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, 2005. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/html/3058/305824714001>>. Acesso em: 22 abr. 2020.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209–233. 2001.
- DIAS D. M., G.; DALLABONA, L. F.; FANK, O. L. Relação entre ativos intangíveis e governança corporativa em companhias abertas listadas na bm&fbovespa. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 5, n.1, p. 120-138, jan./abr. 2013. Disponível em: <<http://revistas.ufpr.br/rcc/article/viewFile/31266/20933>>. Acesso em: 22 abr. 2020.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. **Journal of financial economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993.
- FÁVERO, L. P.; BELFIONE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para a tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- GROH, A. P.; VON LIECHTENSTEIN, H.; LIESER, K. The European Venture Capital and Private Equity country attractiveness indices. **Journal of Corporate Finance**, v. 16, n. 2, p. 205–224. 2010.
- IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- 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.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. **American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 22–27. 2000.

LODI, J. B. **Governança corporativa** : o governo da empresa e o conselho de administração. Campus. 2000. Disponível em: <<https://books.google.com.br/books?id=W-LsQQAACAAJ&dq=Governança+Corporativa:+o+governo+da+empresa+e+o+conselho+de+administração&hl=pt-PT&sa=X&ved=0ahUKEwianYWwp6nYAhWFFZAKHXbPDnsQ6AEIKDAA>>. Acesso em: 22 abr. 2020.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, p.1-33, 2005.

MACHADO, J. H.; FAMÁ, R. Ativos Intangíveis e Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, p. 89–110. 2011.

MATIAS, A. B.; FREITAS, Z. DE C. **Commodities ambientais**: uma análise acerca da comercialização em bolsa de valores no mercado financeiro brasileiro. Consejo Latinoamericano de Escuelas. 2003. Disponível em: <[http://www.cepefin.com.br/publicados\\_pdf/commodities\\_ambientais\\_bolsa\\_valores.pdf](http://www.cepefin.com.br/publicados_pdf/commodities_ambientais_bolsa_valores.pdf)>. Acesso em: 22 abr. 2020.

NOBILI, C. B. **Governança corporativa e retornos esperados no mercado acionário brasileiro**: uma extensão do modelo de três fatores de fama & french. 2006. Dissertação de mestrado - COPPEAD/Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil, 2006.

REZENDE, A. A Relevância da Informação Contábil no Processo de Avaliação de Empresas da Nova e Velha Economia - Uma Análise dos Investimentos em Ativos Intangíveis e Seus Efeitos sobre Value-Relevance do Lucro e Patrimônio Líquido. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 33-35. 2005.

OLIVEIRA, D. P. R. **Governança Corporativa na prática**. S. Paulo: Atlas, 2006.

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

SILVEIRA, A. D. M. DA, PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763–788. 2008.