

## GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESTRIÇÃO FINANCEIRA: EVIDÊNCIAS PARA DADOS EM PAINEL DE FIRMAS BRASILEIRAS.

**Aline Damasceno Pellicani**

Escola de Engenharia de São Carlos - USP  
Departamento de Engenharia de Produção  
Av. Trabalhador São-Carlense 400, CEP 13560-970, São Carlos-SP  
[alinepellicani@sc.usp.br](mailto:alinepellicani@sc.usp.br)

**Aquiles Elie Guimarães Kalatzis**

Escola de Engenharia de São Carlos - USP  
Departamento de Engenharia de Produção  
Av. Trabalhador São-Carlense 400, CEP 13560-970, São Carlos-SP  
[aquiles@sc.usp.br](mailto:aquiles@sc.usp.br)

### RESUMO

Este artigo tem por objetivo analisar se a adoção de boas práticas de governança corporativa contribui para amenizar a restrição financeira das firmas brasileiras de capital aberto. Desta forma, este artigo busca contribuir para a escassa literatura nacional, analisando um painel não balanceado com 532 firmas brasileiras no período de 1997 a 2002. Para analisar como aspectos de governança corporativa se relacionam com a restrição financeira, foi estimado um modelo *logit* em efeito aleatório utilizando como critério de classificação da amostra entre firmas restritas e não restritas financeiramente, o índice KZ desenvolvido por Lamont, Polk e Saá-Requejo (2001). Os resultados mostraram que a concentração de propriedade e a presença do maior acionista último no conselho de administração e na direção elevam a probabilidade de restrição financeira das firmas.

**PALAVRAS-CHAVE:** Governança Corporativa, Restrição Financeira, Estrutura de Propriedade  
**Área de Classificação Principal:** EF – Economia e Finanças.

### ABSTRACT

This article aims to analyze whether the introduction of good practices of corporate governance contributes to relax financial constraints of Brazilian traded firms. On this way, this article contribute to scarce national literature analyzing an unbalanced panel data of 531 Brazilian firms in a period 1997 to 2003. To investigate how corporate governance issues are related to financial constraints, we estimated a logit model on random effect whose firms were classified in constraint or not constraint by the KZ index developed by Lamont, Polk e Saá-Requejo (2001). The results showed that the high ownership concentration and the presence of the largest ultimate shareholder in board and direction of the firm raise the likelihood of financial constraints.

**KEYWORDS:** Corporate Governance, Financial Constraints, Ownership Structure  
**Main Area:** EF – Economic and Finance

## 1. Introdução

A hipótese de mercado perfeito sugere que investidores e gestores possuem acesso a mesma qualidade de informação sobre as atividades financeiras da firma e que os seus investimentos de capital são determinados apenas pelas oportunidades de investimento da mesma. Já no mercado real, as oportunidades de investimento da firma são determinadas pela disponibilidade de fundos internos ou crédito no mercado externo, além do agravante de que as informações repassadas aos acionistas nem sempre condizem com a realidade financeira da firma. Quando o problema da assimetria de informação existe, as firmas encontram dificuldades de financiamento externo, restringindo assim, sua capacidade de obtenção de investimento.

Frente a essa questão, a principal discussão sobre as decisões de investimento tem se concentrado no papel da restrição financeira e como testá-la no comportamento do investimento corporativo. Diversos critérios têm sido propostos pela literatura no intuito de classificar as firmas em grupos que possibilite diferenciar uma firma como restrita financeiramente ou não. Grande parte dessas divergências está relacionada ao modo de discriminar entre as empresas que sofreriam ou não com restrições ao financiamento. Por exemplo, Kaplan e Zingales (1997) consideraram uma firma restrita financeiramente se os custos ou a disponibilidade de fundos externos a impedissem de realizar novos empreendimentos que teria escolhido se recursos internos estivessem disponíveis. Já para Lamont, Polk Saá-Requejo (2001), restrição financeira foi interpretada como os atritos que impedem a firma de realizar todos os investimentos por ela desejados. Essa incapacidade de conseguir investimento poderia estar relacionada com a falta de crédito, com a dependência de empréstimos bancários ou com a falta de liquidez.

Dessa forma, torna-se interessante testar se a maneira com que as firmas expõem suas atividades está relacionada com a possibilidade de restrição financeira. Visto que o principal fundamento da governança corporativa refere-se à transparência de informações entre firmas e mercado e acionistas e gestores, o presente estudo tem por objetivo testar se firmas que adotam boas políticas de governança corporativa diminuem a sua probabilidade de restrição financeira. Este trabalho torna-se importante devido à escassez de estudos internacionais e a ausência de estudos nacionais que relacionem a governança corporativa e a restrição financeira.

Para analisar o papel dos aspectos de governança corporativa na restrição financeira das firmas, foi utilizado um painel não balanceado de 532 firmas brasileiras no período de 1997 a 2002, no qual se considerou as seguintes variáveis de governança corporativa: a existência do maior acionista último controlador da firma, a presença do maior acionista último no conselho administrativo e como diretor executivo, a natureza familiar do acionista controlador, a estrutura de propriedade piramidal e o desvio entre os direitos de controle e de fluxo de caixa do maior acionista último. O processo de identificação do maior acionista último foi realizado conforme o procedimento desenvolvido por La Porta *et al.* (1999). As firmas foram classificadas como restritas financeiramente de acordo com o índice KZ, o que permitiu estimar a probabilidade de restrição financeira por meio de um modelo *logit* em efeito aleatório. Os resultados confirmam que boas práticas de governança corporativa diminuem a probabilidade de restrição financeira das firmas.

Este trabalho é organizado em quatro seções além desta introdução. A seção 2 apresenta uma revisão da literatura teórica sobre a restrição financeira e governança corporativa. A seção 3 descreve o banco de dados, a construção das variáveis e modelo utilizado para estimar os resultados. A seção 4 reporta as estatísticas descritivas e a análise dos resultados. A seção 5 apresenta a conclusão do trabalho.

## 2. Revisão de Literatura

A discussão sobre os limites financeiros nas decisões de investimento corporativo teve como marco o trabalho de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988). Nesse estudo, os autores identificaram a presença de restrição financeira classificando 422 firmas americanas no período de 1969 a 1984 segundo a política de pagamento de dividendos. A incorporação da variável fluxo de caixa no modelo de investimento tinha por interesse testar como a presença da assimetria de informação influenciava os níveis de concentração de fundos internos da firma. Os autores encontraram resultados importantes principalmente para o grupo classificado com baixo pagamento de dividendos. Para esse grupo, a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa se mostrou significativamente maior do que para os demais grupos. Dessa forma, os autores concluíram que existe uma relação monótona crescente entre a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e o grau de restrição financeira das empresas. Em contraposição ao trabalho de Fazzari *et al.* (1988), Kaplan e Zingales (1997) utilizaram a mesma amostra das 49 firmas classificadas como baixo pagamento de dividendos e as reclassificam de acordo com seu desempenho operacional. Eles encontraram que 85% dessas firmas não deveriam ter sido consideradas restritas financeiramente já que tinham aumentado seus investimentos por meio de linhas de crédito ou reservas de caixa.

A crítica de Kaplan e Zingales (1997) ao trabalho de Fazzari *et al.* (1988) gerou um importante debate relacionado à forma de análise da sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. Fazzari *et al.* (2000) rebateu as críticas alegando que a amostra utilizada por Kaplan e Zingales (1997) era muito pequena para sustentar a magnitude dos resultados obtidos e que o agrupamento da amostra de acordo com os desempenhos operacionais não seria suficiente como definição de restrição financeira. Cleary (1999) confirmou as estimativas de Kaplan e Zingales (1997) ao basear-se em uma amostra de 1317 firmas americanas no período de 1987-94 e utilizar uma análise discriminante para o agrupamento das firmas. No entanto, existe uma variedade de estudos condizentes com o trabalho de Fazzari *et al.* (1988). Hoshi *et al.* (1991) analisaram uma amostra de 145 firmas japonesas e constataram que firmas afiliadas com bancos apresentaram pouca sensibilidade ao fluxo de caixa. Blundell *et al.* (1992) observaram que o fluxo de caixa exercia uma influência positiva no comportamento do investimento das firmas britânicas. Schaller (1993) estudou 212 firmas canadenses e encontrou que firmas irrestritas seriam menos sensíveis as variações de liquidez. Bond e Meghir (1994) encontraram que firmas com pagamento reduzido de dividendos e com fraca emissão de novas ações apresentavam maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. Champman *et al.* (1996) observaram que o investimento de firmas restritas financeiramente era mais sensível ao fluxo de caixa do que o de firmas irrestritas.

Visto os resultados discordantes, Povel e Raith (2001) e Cleary, Povel e Raith (2007) mostraram que diferentes formas de interpretação de restrição financeira acarretariam resultados divergentes relacionados aos investimentos da firma, o que explicaria a contradição entre os estudos de Fazzari *et al.* (1988) e Kaplan e Zingales (1997). Além disso, esses autores também constataram a existência de uma relação em forma de U entre os investimentos da firma e os fundos internos disponíveis, ou seja, dependendo do nível de fundos internos possuídos pela firma, estas aumentariam ou diminuiriam sua quantidade de investimento.

Com o estímulo de regras de conduta de boas práticas de governança corporativa, estudos que analisavam a influência da assimetria de informação nas decisões de investimento da firma, introduziram variáveis de governança corporativa que poderiam atuar como uma *proxy* para a presença de assimetria de informação. Hadlock (1998) classificou as firmas de acordo com a participação dos gestores no capital social da firma para averiguar se isso alinharia os interesses entre gestores e acionistas. O autor baseou-se em uma amostra de firmas norte-americanas de 1973-76 e encontrou uma relação U invertida entre a propriedade gestorial e a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa. Esta relação seria favorável a hipótese de *underinvestment*<sup>1</sup>

<sup>1</sup> A hipótese de *underinvestment* ocorre quando firmas deixam de investir em projetos lucrativos de investimento devido ao fato do custo do capital externo ser mais caro do que o custo interno de capital.

causada pela assimetria de informação. Wei e Zhang (2008) complementaram o trabalho de Hadlock (1998) utilizando o desvio entre direito de fluxo de caixa e de controle como *proxy* para assimetria de informação. Eles observaram que a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa diminuía com o aumento nos direitos de fluxo de caixa e crescia com o aumento no desvio entre os direitos de controle e os direitos de fluxo de caixa.

Já Ginglinger e Saddington (2007) classificaram uma amostra de firmas francesas segundo o tamanho das firmas e o pagamento de dividendos e mostraram que o impacto da qualidade de governança no nível de saldo de caixa mantido pela firma era explicado tanto pela existência de restrição financeira como por conflito de agência. Ainda segundo esses autores, firmas controladas por famílias sofreriam mais com restrições financeiras do que as demais. Entretanto, a suposição de que as firmas familiares seriam mais suscetíveis a restrição financeira não foi encontrada por Andress (2008). Seus resultados mostraram as firmas familiares são financeiramente mais estáveis quando comparadas com as não familiares com mesmo tamanho e igual taxa de pagamento de dividendos. Nesse caso, a análise da sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa mostrou-se menos sensível à disponibilidade de fluxo de caixa, além do que, por serem firmas menos restritas suas decisões seriam mais ágeis para aproveitar as oportunidades de investimento.

Gugler (2003) procurou analisar a ambigüidade na interpretação do fluxo de caixa como variável chave para indicar a presença de restrição financeira nas decisões de investimento. O autor utilizou informações de estrutura de propriedade e controle para explicar o papel do coeficiente do fluxo de caixa como variável determinante para explicar a presença de restrição financeira. O resultado indicou que diferentes categorias de controle, como por exemplo familiar, tenderiam a sofrer de maiores restrições financeiras, apresentando maiores assimetrias de informação e maiores custos da agência. Por outro lado, empresas com uma estrutura de propriedade mais concentrada e com maior gestão discricionária apresentaram menor sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa.

Lamont, Polk e Saá-Requejo (2001) desenvolveram o índice KZ criado a partir das estimativas do modelo *logit* ordenado de Kaplan e Zingales (1997). Esse índice, que se baseia em variáveis estritamente relacionadas com restrição, tais como dívida, fluxo de caixa e dividendo, indicaria as firmas com maiores características de restrição financeira. Com base nesse índice, Chen, Huang e Chen (2009) identificaram as firmas do primeiro quartil como aquelas com maior probabilidade de restrição e as do último quartil, como as firmas com menor probabilidade de restrição financeira. Com esses grupos, investigou-se a probabilidade de firmas se tornarem restritas financeiramente sobre determinantes de fusões e aquisições. Seus resultados indicaram que as firmas controladas por famílias e pelo Estado geralmente tomam decisões que não são baseadas na maximização do valor da firma e que firmas de pequeno porte e alto grau de alavancagem possuem maior probabilidade de apresentar restrição financeira.

A fraca proteção legal aos investidores facilita a separação entre direitos de controle e de fluxos de caixa, sobretudo por meio da formação de estruturas piramidais de propriedade das firmas, que permitem ao maior acionista último o controle da firma com uma participação pequena no capital da empresa, elevando o risco de expropriação dos acionistas minoritários. Com base em uma amostra de empresas italianas, Bianco e Casavola (1999) mostraram que firmas pertencentes a um grupo piramidal sofriam menos restrições financeiras, graças à transferência de fundos entre empresas pertencentes ao grupo. Analogamente, Carpenter e Rondi (2000), analisando empresas italianas de pequeno e médio porte, evidenciaram que firmas grandes, jovens e sem afiliação piramidal possuíam uma alta sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa, o que poderia ser explicado pelo fato de que mesmo firmas grandes poderiam apresentar um fraco histórico de relacionamento com credores, que se manifestaria na dificuldade de acesso ao financiamento externo. Por outro lado, para firmas com o mesmo tamanho e mesmo grupo de idade, a estrutura de propriedade piramidal resulta em menor sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa, implicando menor grau de restrição financeira.

### 3. Dados e Modelo

Os dados utilizados neste trabalho foram extraídos dos relatórios: Informativo Anual (IAN) e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), na qual companhias de capital aberto brasileiras são obrigadas a submeter anualmente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dentre as informações disponíveis nos relatórios, o DFP consiste de balanços financeiros e demonstrativos de resultado das empresas e o IAN, destaca-se por disponibilizar dados sobre tipos e quantidade de ações emitidas, quantidade de ações dos acionistas últimos e acordo do bloco de acionistas. A amostra do presente estudo consiste de empresas listadas e não listadas no mercado de capitais. Das empresas não listadas, só foram incluídas aquelas que reportaram seus relatórios à CVM. Firmas com dados sobre estrutura de propriedade incompletos e firmas financeiras foram excluídas. Para incluir o maior número possível de informação, foi utilizado um painel não balanceado que totalizou 532 firmas brasileiras no período de 1997 a 2002.

Com o objetivo de analisar a natureza dos maiores acionistas das firmas, adotou-se o método instituído por La Porta *et al.* (1999) que definiram o maior acionista último como aquele que detém maior controle direta ou indiretamente sobre a companhia, ou seja, a companhia não é controlada por mais nenhum acionista a não ser esse maior acionista último, sendo o controle definido sobre os direitos de voto e a propriedade, nos direitos de fluxo de caixa possuídos pelos acionistas. O maior acionista último foi classificado em categorias: acordo entre acionistas, indivíduo ou família, estatal, estrangeira, instituição e outros. A categoria, acordo entre acionistas, representa as empresas cujo maior acionista último é caracterizado por um bloco de acionistas e as decisões sobre as estratégias financeiras da empresa são decididas por todos os integrantes do bloco. A categoria Outros compõe empresas Limitadas, SAs de capital fechado e Fundações.

La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) e Faccio e Lang (2002) adotaram o limitante de 20% de direito ao voto para classificar o acionista como controlador, entretanto, Wei e Zhang (2008) utilizaram o limítrofe de 50% para definir o acionista como controlador de firmas distribuídas entre nove países do leste asiático. Visto a grande concentração de firmas brasileiras com acionista controlador, o presente estudo segue essa mesma metodologia, adotando-se como acionista controlador aquele que detiver pelo menos 50% dos direitos de voto da empresa por meio de estrutura de propriedade direta ou por uma estrutura de propriedade piramidal.

Entende-se por estrutura de propriedade piramidal ou estrutura de propriedade indireta, o conjunto de empresas legalmente independentes controladas pelo mesmo acionista (o líder do grupo) por meio de uma estrutura em cadeia que possibilita ao acionista controlador controlar todas as demais empresas do grupo (Bianco e Casavola, 1999). Se a empresa for controlada via pirâmide, a porcentagem de direito ao fluxo de caixa dos acionistas será determinada pelo produto das participações no capital das empresas que compõem a pirâmide. Entretanto, se a empresa não for controlada por pirâmide, a porcentagem de direito de fluxo de caixa é determinada diretamente mediante a fração de capital social total que o acionista possui. Já o direito ao voto do maior acionista último depende se este também é o acionista controlador da empresa. Se a empresa for controlada por pirâmide, o acionista controlador será aquele que detiver mais do que 50% do capital votante de cada empresa ao longo da cadeia piramidal, dessa forma, nem sempre o maior acionista último será controlador. Caso o maior acionista último também seja o acionista controlador, sua fração de direito ao voto é simplesmente determinada pela porcentagem de capital votante que ele possui na última empresa da pirâmide. No entanto, se o maior acionista último não for controlador, a determinação da sua porcentagem de direito ao voto se dará por meio da multiplicação das porcentagens de ações com direito ao voto que cada empresa possui ao longo da pirâmide, sendo este método equivalente ao utilizado na determinação da fração de direito ao fluxo de caixa do maior acionista último.

Em relação à variável dependente a ser utilizada neste estudo, primeiramente é necessário a construção do índice KZ desenvolvido por Lamont, Polk e Saá-Requejo (2001) que se baseia nas estimativas do modelo *logit* ordenado de Kaplan e Zingales (1997). Esse índice, composto por variáveis estritamente relacionadas com restrição financeira, é calculado para cada

observação da amostra e indicará as firmas com maior probabilidade de ser considerada restrita financeiramente. O índice KZ é estimado como:

$$\hat{ÍndiceKZ}_{it} = - \left( 1,0019 \cdot \frac{FC}{K_{t-1}} \right) + 3,139 \cdot \left( \frac{D}{K_{t-1}} \right) + 0,2826 \cdot VM_{it} - 39,3678 \cdot PD_{it} - 1,1315 \cdot SC_{it} \quad (1)$$

em que  $t$  representa ano;  $i$  firma;  $K$  o estoque de capital;  $FC$  a variável fluxo de caixa;  $D$  a dívida;  $VM$  o valor de mercado;  $PD$  o pagamento de dividendos; e  $SC$  o saldo de caixa. Note pela equação (1) que quanto maior for o fluxo de caixa por estoque de capital, a saldo de caixa e o pagamento de dividendos, menos restritas as firmas serão. Em contraponto, quanto maior for a dívida e o valor de mercado, mais restritas financeiramente serão as firmas.

Entretanto, devido à indisponibilidade de dados, o índice KZ foi calculado de forma reduzida, com base apenas em três das cinco variáveis que o constituem. As variáveis utilizadas foram fluxo de caixa por estoque de capital, fluxo de caixa livre como *proxy* para o saldo de caixa e dívida. Embora a forma encontrada para empregar esse índice seja simplificada, acredita-se que as variáveis utilizadas ainda sejam boas *proxies* para mensurar a restrição financeira das firmas. Após o cálculo, foi adotado metodologia semelhante a utilizada por Chen, Huang e Chen (2009), entretanto, ao invés de dividir a amostra em quartis, adotou-se o agrupamento pela mediana para considerar um maior número de firmas na análise. As firmas com índice KZ maiores do que a mediana foram classificadas como restritas financeiramente e, as firmas com índice KZ inferior, foram classificadas como irrestritas. Dessa forma, foi construída a variável dependente  $KZ$  que assume valor 1 se a firma estiver no grupo de firmas restritas e zero, caso ela esteja no grupo de firmas irrestritas. Vale ressaltar que, assim como afirmado por Lamont, Polk e Saá-Requejo (2001), o critério de classificação não afirma que as firmas sejam realmente restritas ou irrestritas, o método apenas indica quais firmas possuem maiores características que implicam em restrição financeira.

Com a variável dependente do estudo já definida, foi estimado um modelo *logit* em painel para investigar quais variáveis mais influenciavam a determinação de restrição financeira das empresas. O modelo base estimado foi:

$$P(KZ_{it} = 1 | X_i, \beta, \alpha_i) = F \left[ \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{FC}{K_{t-1}} \right) + \beta_2 (FCL)_{it} + \beta_4 \left( \frac{ELP}{K_{t-1}} \right) + \beta'_{cg} (\text{var}_{GC})_{it} \right] \quad (2)$$

em que  $i$  é a firma e  $t$  é o período;  $X_i$  é o vetor indicando as variáveis explicativas do modelo;  $F$  é a função distribuição cumulativa logística;  $FC$  é a variável fluxo de caixa;  $K_{t-1}$  é estoque de capital;  $ELP$  é a dívida de longo prazo. Dentre as variáveis de controle e governança corporativa utilizadas estão, o desvio entre os direitos de controle e de fluxo de caixa e as variáveis *dummies*: estrutura de propriedade piramidal, controle familiar, participação do maior acionista último no conselho administrativo e como diretor executivo e a existência de um acionista controlador.

#### 4. Análise e Resultados

Considerando os fatos debatidos anteriormente, esta seção tem por objetivo apresentar e discutir os principais resultados obtidos a partir da equação (2). A tabela 1 reporta as estatísticas descritivas da amostra total e da amostra classificada pelo índice KZ entre firmas restritas e não restritas. Nota-se que firmas restritas financeiramente apresentam baixos valores para a taxa de investimento, fluxo de caixa, lucratividade e fluxo de caixa livre. Os indicadores ruins das variáveis de liquidez para o grupo de firmas restritas pode estar associado à maior necessidade de caixa e alta dependência de recursos externos destas firmas. Além disso, a tabela 1 também evidencia que firmas maiores são mais restritas financeiramente, apresentando um baixo nível de lucratividade, provavelmente devido a presença de elevados custos fixos.

A razão total da dívida, medido pelo  $D/PL$ , mostra que firmas restritas financeiramente possuem alto grau de alavancagem quando comparadas as firmas não restritas. Em relação a dívida de longo prazo, firmas não restritas apresentaram um valor superior ao de firmas restritas. Este tipo de dívida tende a ser mais saudável do que a dívida de curto prazo e pode sinalizar melhores condições financeiras.

O painel A da tabela 2 analisa variáveis relacionadas a estrutura de propriedade e controle das firmas e demais variáveis de governança corporativa. Para a amostra total, a análise mostra que, em média, os direitos de voto do maior acionista último (74,3%) é maior do que seus direitos de fluxo de caixa (49,6%), logo, o desvio entre os direitos de voto e de fluxo de caixa é positivo em 24,7%. Para os direitos de voto, não existe diferença entre firmas restritas e não restritas, entretanto, os direitos de fluxo de caixa é maior para as firmas restritas, portanto, firmas não restritas apresentam maior desvio de direitos de voto e de fluxo de caixa.

**Tabela 1:** Características das firmas – Estatísticas Descritivas

Indicadores	Amostra Total		Amostra dividida em grupos			
			Firmas não Restritas		Firmas Restritas	
	Médias	Desvio Padrão	Médias	Desvio Padrão	Médias	Desvio Padrão
$(FC/K_{t-1})$	0,8205	3,6205	1,5881	4,9668	0,0528	0,6199
$(V/K_{t-1})$	4,0807	9,0282	5,6327	10,9781	2,5287	6,1470
$FCL$	1,6422	7,7255	3,3812	10,5980	-0,0967	1,0360
$AT$	1,67E+06	5,01E+06	1,58E+06	5,56E+06	1,75E+06	4,40E+06
$(ELP/K_{t-1})$	2,3517	9,3142	3,2657	12,9120	1,4378	2,2877
$(D/PL)$	3,7219	19,0846	2,7898	21,3453	4,6940	16,4773
$ROA$	0,0539	0,2877	0,1121	0,3054	-0,0041	0,2562
$(LL/PL)$	0,2011	0,8791	0,2301	0,6993	0,1720	1,0276
$(LO/K_{t-1})$	0,8554	5,1093	1,6965	7,0883	0,0143	0,7636
Número de Observações	1474		737		737	

Esta tabela reporta as medias das variáveis financeiras da amostra total e da amostra dividida em grupos de firmas restritas e não restritas. O subscrito  $t$  indexa o período.

Em 40% das firmas brasileiras, o maior acionista último atua como diretor executivo da firma e em 50% das firmas, o maior acionista último é membro do conselho de administração. Esses resultados permitem concluir que para a maioria das firmas o maior acionista último é, ao mesmo tempo, diretor executivo e membro do conselho de administração. O papel do maior acionista último como diretor executivo e membro do conselho é observado, principalmente, entre as firmas não restritas financeiramente.

A participação dos gestores no lucro da firma é um importante mecanismo de governança corporativa já que é um dos principais incentivos para o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. O painel A da tabela 2 mostra que a participação dos gestores no lucro da firma é reduzida em firmas restritas financeiramente. Esta participação difere em 17% quando se compara a firmas não restritas financeiramente.

**Tabela 2:** Variáveis de Governança Corporativa – Estatísticas Descritivas

Painel A: Variáveis de Governança Corporativa						
Indicadores	Amostra Total		Amostra dividida em grupos			
			Firmas não Restritas		Firmas Restritas	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
<i>Direito de Voto</i>	0,7429	0,2484	0,7393	0,2402	0,7466	0,2567
<i>Direito de FC</i>	0,4959	0,2959	0,4642	0,2861	0,5285	0,3023
<i>Desvio</i>	0,2469	0,2426	0,2750	0,2510	0,2180	0,2304
<i>Diretor</i>	0,4000	0,4900	0,4127	0,4926	0,3869	0,4874
<i>Conselho</i>	0,5385	0,4986	0,5562	0,4971	0,5204	0,4999
<i>Participação no Lucro</i>	0,4569	0,4983	0,5014	0,5003	0,4112	0,4924

  

Painel B: Variáveis de Estrutura de Propriedade e Controle						
Indicadores	Amostra Total		Amostra dividida em grupos			
			Firmas não Restritas		Firmas Restritas	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
<i>Controle</i>	0,8187	0,3853	0,8328	0,3733	0,8042	0,3970
<i>Acordo entre Acionistas</i>	0,1221	0,3276	0,1170	0,3217	0,1274	0,3337
<i>Estrangeira</i>	0,1379	0,3449	0,1570	0,3641	0,1183	0,3232
<i>Família</i>	0,4062	0,4913	0,4088	0,4919	0,4036	0,4909
<i>Estatal</i>	0,0487	0,2153	0,0637	0,2444	0,0333	0,1797
<i>Miscelânea</i>	0,0352	0,1844	0,0251	0,1568	0,0445	0,2086
<i>Institucional</i>	0,0682	0,2522	0,0607	0,2390	0,0758	0,2649
<i>Pirâmides</i>	0,5138	0,4999	0,5162	0,5001	0,5113	0,5002

Painel A e Painel B reportam características de estrutura de propriedade e de controle e demais variáveis de governança corporativa.

O painel B da tabela 2 apresenta características sobre a estrutura de propriedade e controle das firmas brasileiras. Essa tabela mostra que 82% das firmas brasileiras são controladas pelo maior acionista último. Deste percentual, 40% das firmas são controladas por famílias, e o restante (42%) está distribuído entre as demais naturezas de propriedade e controle. A análise descritiva não evidencia a potencialidade de firmas controladas por famílias serem restritas financeiramente ou não, visto que esse percentual não se altera quando a amostra é dividida em grupos. Outras naturezas de propriedade e controle muito difusas nas firmas brasileiras são acordo entre acionistas (12%) e estrangeiras (14%). Para as firmas com controle estrangeiro, 15,7% são não restritas e 11,8% são restritas financeiramente. Apenas 6,37% das firmas estatais são consideradas não restritas e 3,33% são restritas financeiramente. Firmas com estrutura de propriedade piramidal estão distribuídas em 50% das firmas brasileiras, mantendo-se este percentual para ambos os grupos de firmas.

Para analisar o papel da governança corporativa sobre a restrição financeira da firma, estimou-se o modelo probabilístico logit, cuja variável dependente *KZ* analisa o grau de restrição financeira da firma. Essa variável assume valor 1 se a firma for classificada como restrita financeiramente e zero, caso contrário. O sinal positivo (negativo) das variáveis explicativas indica um aumento (diminuição) no grau de restrição financeira da firma. A tabela 3 apresenta os parâmetros estimados da equação (2) por meio do modelo logit em efeito aleatório.

O sinal positivo da variável fluxo de caixa indica que uma maior disponibilidade de fundos internos reduz a probabilidade da firma se tornar restrita financeiramente. O sinal

negativo do fluxo de caixa livre sinaliza que quanto maior for a disponibilidade de fluxo de caixa detido, menor será a probabilidade de restrição financeira desta firma. O fluxo de caixa livre evidencia o potencial de a firma gerar caixa e pode ser considerado com uma medida de saúde financeira. Já o sinal positivo da dívida mostra que o aumento no grau de alavancagem da firma eleva sua probabilidade de restrição financeira.

Firmas com uma estrutura de propriedade piramidal apresentaram uma maior probabilidade de enfrentar restrições financeiras. Como este tipo de propriedade permite a existência de diferenças entre direitos de fluxo de caixa e direitos de voto, o acionista controlador pode manter o controle da firma com uma parcela mínima de direitos de fluxo de caixa. Isto pode causar desconfiança dos acionistas que deixariam de investir na firma, reduzindo a capacidade de investimento da mesma.

**Tabela 3:** Estimação dos Parâmetros – Logit Efeito Aleatório

Variáveis	Logit por Efeito Aleatório
$(Fluxo\ de\ Caixa/Estoque\ de\ Capital_{t-1})_{it}$	-4,5255*** (0,4787)
$(Fluxo\ de\ Caixa\ Livre)_{it}$	-3,1599*** (0,3471)
$(ELP/Estoque\ de\ Capital_{t-1})_{it}$	0,1344*** (0,0214)
$(Conselho)_{it}$	0,7289*** (0,2966)
$(Participação\ no\ Lucro)_{it}$	0,0669 (0,2844)
$(Pirâmide)_{it}$	0,7056*** (0,2835)
$(Acordo\ entre\ Acionistas)_{it}$	1,1288*** (0,4829)
$(Estrangeira)_{it}$	1,5593*** (0,4782)
$(Família)_{it}$	1,4545*** (0,3197)
$(Estatal)_{it}$	0,4117 (0,8466)
$(Miscelânea)_{it}$	1,9861*** (0,8239)
$(Institucional)_{it}$	1,1713* (0,6615)
Número de Firmas	510
Número de Observações	1334
Teste da Razão de Verossimilhança	153,42

Esta tabela reporta a direção dos efeitos marginais do modelo logit estimado. A variável dependente KZ é uma *dummy* que assume valor 1 se a firma for classificada como restrita financeiramente e zero, caso contrário. Os erros padrões estão apresentados em parênteses. Os símbolos \*\*\* e \* denotam a significância em 1% e 10%, respectivamente. Na maioria das firmas, o maior acionista último é membro do conselho de administração e diretor executivo da firma, o que sugere que a variável conselho é um indicativo das duas características do maior acionista último: conselheiro e diretor.

A probabilidade de restrição financeira se eleva quando é considerada a presença do acionista controlador em firmas com qualquer tipo de natureza de propriedade. Isto pode estar relacionado a grande concentração de poder do acionista controlador nas decisões financeiras da firma que não estariam dispostos a reduzir o seu controle mesmo que fosse benéfico para o financiamento de novos projetos de investimento da firma.

Outro resultado que confirma a desconfiança dos acionistas quanto à firma é a presença do maior acionista último no conselho de administração e como diretor executivo. A estimação mostra que firmas com qualquer tipo de estrutura de propriedade aumentam sua probabilidade de restrição financeira quando o maior acionista último pertence ao conselho de administração e atua como diretor executivo da firma. Resultado semelhante foi encontrado por Setia-Atmaja (2009) que mostrou que a concentração de propriedade possui um impacto negativo sobre a independência do conselho devido ao acionista controlador preferir conselhos menos independentes para facilitar sua interferência nas decisões da firma.

## 5. Conclusão

Este artigo analisou a relação entre aspectos de governança corporativa e restrição financeira utilizando um painel não balanceado de 532 firmas brasileiras de capital aberto no período de 1997 a 2002. O grau de restrição financeira das firmas foi considerado a partir do índice KZ proposto na literatura, o que permitiu a criação da variável dependente do estudo para a estimação do modelo probabilístico logit em efeito aleatório.

O resultado da estimação mostrou que a probabilidade de restrição financeira se eleva quando o maior acionista último é o acionista controlador de firmas com qualquer natureza de propriedade. Firms que participam de uma estrutura de propriedade piramidal também apresentaram elevada probabilidade de restrição ao financiamento. Além disso, a presença do maior acionista último como membro do conselho de administração e como diretor executivo da firma contribuem para um maior grau de restrição financeira.

O estudo confirma a prevalência de firmas com controle familiar entre as firmas brasileiras e confirma que firmas com essa natureza de controle apresentam maior probabilidade de restrição financeira. Esse resultado é similar ao apresentado por Ginglinger e Soddour (2007), cujas firmas com controle familiar preferem manter o acionista controlador no controle da firma ao invés de emitir novas ações com direito a voto e, com isso, elevam sua probabilidade de restrição financeira.

## Referências Bibliográficas

- Andress, C.** (2008) Family ownership, Financing constraints and Investment Decisions, Working Paper.
- Bianco, M., Casavola, P.** (1999). Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance, *European Economic Review* 43, 1057-1069.
- Blundell, R., Bond, S., Devereux, M., Schiantarelli, F.** (1992) Investment and Tobins'Q: Evidence from Company Panel Data. *Journal of Econometrics* 51, 233-257.
- Bond, S., Meghir, C.** (1994) Dynamic Investment Models and the firm's financial Policy. *Review of Economics Studies* 61, 197-222.
- Caperter, R. E., Rondi, L.,** (2000) Italian corporate governance, investment and finance, *Journal Empirica*, 27, 365-388.
- Champam, D. R., Junior, C. W. e Stegman, T. R.,** (1996) Cash flow constraints and firm's investment behavior, *Applied Economics* 28, 1037-44.
- Chen, Y., Huang, Y., e Chen, C.** (2009) Financing Constraints, Ownership Control, and Cross-Border M&As: Evidence from Nine East Asian Economies. *Corporate Governance: an International Review*, v. 17(6), 665-680.

- Claessens, S., Djankov, S., e Lang, L. H. P.** (2000) The separation of ownership and control in East Asian Corporation, *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., e Lang, L. H. P.** (2002) Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders, *Journal of Finance*, v. 57, n.6, 2741-2771.
- Cleary, S.** (1999) The relationship between firm investment and financial status, *Journal of Finance* 54, 673-692.
- Cleary, S.; Povel, P. e Raith, M.** (2007) The U-shaped Investment Curve: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1):1-39.
- Crespi, F., Scellato, G.,** (2007) Ownership structure, financial constraints and investment decisions: Evidence from a panel of Italian firms, *Working Paper*.
- Faccio, M. e Lang, L. H. P.** (2002) The ultimate ownership of Western European Corporation, *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., Peterson, B.C.** (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Paper on Economic Activity* 1, 141-195.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., Peterson, B. C.** (2000) Investment-cash flow sensitivities are useful: a comment of Kaplan e Zingales, *Quarterly Journal of Economics* 115, 695-705.
- Ginglinger, E., Saddour, K.** (2008) Cash constraint, corporate governance and financial constraints. *Working Paper*.
- Gugler, K.** (2003) Corporate governance and investment, *Journal of the Economics of Business*, vol 10, 3, 261 – 289.
- Harford, J., Mansi, S. A. e Maxwell, W. F.,** (2008) Corporate governance and firm cash holding in the US. *Journal of Financial Economic*, 87, 535-555.
- Hoshi, T., Kashyap, A. K. e Scharfstein, D.,** (1991) Corporate Structure, Liquidity ant Investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal Economics* 106, 33-60.
- Jensen, M.,** (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76, 323-329.
- John Wei, K. C. e Zhang, Y.,** (2008) Ownership structure, cash flow and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis, *Journal of Corporate Finance*, 14, 118-132.
- Kaplan, S. N.; Zingales, L.** (1997) Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quartely Journal of Economics*, v. 112, 169-215.
- Lamont, O.; Polk, C.; Saá-requejo, J.** (2001) Financial Constraints and Stock Returns. *The Review of Financial Studies*, v. 14, n.2, 529-554.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A.** (1999) Corporate Ownership around the World, *The Journal of Finance*, v. 54, n.2, 471-517.
- Myers, S. e Majluf, N.,** (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Povel, P.; Raith, M.,** (2001) Optimal investment under financial constraints: the roles of internal funds and asymmetric. University of Chicago.
- Schaller, H.** (1993) Asymmetric Information, Liquidity Constraints and Canadian Investment, *The Canadian Journal Economics*, v. 26, n. 3, 552-574.
- Setia-Atmaja, L. Y.,** (2009) Governance Mechanisms and Firm Value: The impact of Ownership Concentration and Dividends, *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 694-709.