

**FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO**

**ANDRÉ LUIZ MARTINS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESTRIÇÕES CONTRATUAIS EM  
DEBÊNTURES**

**VITÓRIA  
2022**

**ANDRÉ LUIZ MARTINS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESTRIÇÕES CONTRATUAIS EM  
DEBÊNTURES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Edvan Soares de Oliveira

**VITÓRIA  
2022**

**ANDRÉ LUIZ MARTINS**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESTRIÇÕES CONTRATUAIS EM  
DEBÊNTURES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração.

Aprovada em 25 de Maio de 2022.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. EDVAN SOARES DE OLIVEIRA**  
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

---

**Prof. Dr. GERCIONE DIONIZIO SILVA**  
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

---

**Profa. Msc. FLÁVIA DE OLIVEIRA RAPOZO**  
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, que me deu sabedoria e perseverança nos momentos mais difíceis.

Aos meus pais, Hildomiro e Maria José, que me ensinaram a importância da educação.

A minha esposa Laura e filhos, Miguel e Murilo, pela paciência e entendimento pelos meus momentos ausentes.

Aos colegas e professores do curso de Mestrado da Fucape, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões.

Aos Professores Edvan Soares e Sylvania Nossa pelas valiosas contribuições neste trabalho.

“Pois a sabedoria é mais proveitosa do que a prata e rende mais do que o ouro”

(Provérbios, 3:14)

## RESUMO

Face a importância da contratação de crédito por parte das firmas, este trabalho tem como objetivo estudar a influência do nível de governança corporativa na quantidade de *covenants* em debêntures e na emissão de debêntures, visto que esta relação possui resultados ambíguos na literatura. Busca-se preencher parte das lacunas da literatura ao se investigar como são utilizados os *covenants* no Brasil, país que possui um ambiente institucional de baixa proteção aos credores e baixo *enforcement* legal. Para o desenvolvimento do trabalho, foram coletados dados das empresas listadas na B3 e de debêntures emitidas no período de 2018 a 2020 e as relações foram estimadas por meio de modelos estatísticos. Os resultados evidenciaram que o nível de governança corporativa da companhia não influencia significativamente na quantidade de *covenants*. Esta relação pode ser complementar, já que uma boa estrutura de governança corporativa pode tornar a companhia menos resistente a utilização de *covenants* em contratos de dívidas, e, sob outra perspectiva, a governança corporativa pode atuar como um dispositivo substituto à utilização de *covenants*, diminuindo o incentivo para a inclusão de cláusulas restritivas no contrato de dívida. Com relação à influência da governança na emissão de debêntures, os resultados apontam influência positiva, o que evidencia que empresas com maiores níveis de governança tendem a captar mais recursos de terceiros via emissão de debêntures.

**Palavras-chave:** *Covenant*; Governança Corporativa; Dívida; Debênture.

## **ABSTRACT**

Given the importance of contracting credit by firms, this work aims to study the influence of the level of corporate governance on the number of covenants in debentures and in the issuance of debentures, since this relationship has ambiguous results in the literature. We seek to fill part of the gaps in the literature by investigating how covenants are used in Brazil, a country that has an institutional environment of low creditor protection and low legal enforcement. For the development of the work, data were collected from companies listed on the B<sup>3</sup> and from debentures issued in the period from 2018 to 2020 and the relationships were estimated through statistical models. The results showed that the company's corporate governance level does not significantly influence the number of covenants. This relationship can be complementary, since a good corporate governance structure can make the company less resistant to the use of covenants in debt contracts, and, from another perspective, corporate governance can act as a substitute device for the use of covenants, reducing the incentive to include restrictive clauses in the debt agreement. Regarding the influence of governance on the issuance of debentures, the results point to a positive influence, which shows that companies with higher levels of governance tend to capture more resources from third parties via the issuance of debentures.

**Keywords:** Covenant; Corporate governance; Debt; Debenture.

# SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>13</b>
2.1 CONTRATOS DE DÍVIDAS E <i>COVENANTS</i> .....	13
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
<b>3. METODOLOGIA DA PESQUISA.....</b>	<b>22</b>
3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS .....	22
3.2 TESTES ESTATÍSTICOS E MODELOS ECONÔMICOS .....	24
3.3 VARIÁVEIS .....	26
<b>3.3.1 Variáveis Dependentes .....</b>	<b>26</b>
<b>3.3.2 Variáveis Independentes .....</b>	<b>27</b>
<b>3.3.3 Variáveis de Controle.....</b>	<b>29</b>
<b>4. ANÁLISE DE RESULTADOS .....</b>	<b>32</b>
4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO PEARSON ....	32
4.2. ANÁLISE DE REGRESSÃO .....	37
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>42</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>44</b>
<b>APÊNDICE A .....</b>	<b>47</b>

## Capítulo 1

### 1. INTRODUÇÃO

Os empréstimos comerciais e a emissão de títulos no mercado financeiro são as principais fontes de financiamento externo das companhias (Chava, Fang, Kumar, & Prabhat, 2019). O processo de contratação de crédito pode ser resumido em dois momentos: formalização do contrato de financiamento e retorno do capital emprestado (Konraht, 2017). Entre esses momentos, podem surgir problemas que comprometam a devolução do empréstimo pelo credor, que podem ser relacionados a eventos econômicos fora do controle da companhia ou até ao mau desempenho na gestão dos negócios, o que inviabilizaria o fornecimento de crédito pelos investidores (Demerjian, 2017).

Assim, para reduzir o risco dos credores e facilitar a captação de recursos junto ao mercado, os contratos de financiamento geralmente possuem cláusulas restritivas que devem ser observadas pela empresa tomadora (Konraht & Soares, 2020). Essas cláusulas, chamadas de *covenants*, tem como objetivo mitigar o conflito de interesse entre os credores e os acionistas, proteger os interesses dos credores e reduzir a incerteza de pagamento da dívida (Mansi, Qi & Wald, 2020; Konraht & Soares, 2020, Shi & Sun, 2014, Demerjian, 2017; Chang & Ross, 2016).

A literatura tem levantado os determinantes de *covenants* nos contratos de dívida, tais como: a relação de conflitos entre acionistas e credores (Mansi *et al.* 2020), ambiente de incerteza (Demerjian, 2017), complementação ao prêmio de risco (Konraht & Soares, 2020), instituições jurídicas do país (Hong, Hung, & Zhang, 2016), investimento em Responsabilidade Social Corporativa (Shi & Sun, 2014), distorções

dos relatórios contábeis (Pittman & Zhao, 2020) e governança corporativa (Palhares, do Carmo, Ferreira & Ribeiro, 2019).

Mansi, Qi e Wald (2020) procuraram verificar se os *covenants* são eficazes na redução de conflitos entre os acionistas e os credores e concluíram que as empresas com mais conflitos de agência são mais propensas a utilização de cláusulas restritivas. Já Demerjian (2017) atribui a utilização de *covenants* financeiros ao ambiente de incerteza do mutuário, concluindo que os *covenants* podem ser utilizados na contratação de dívidas por falta de informação de eventos futuros, atuando como um mecanismo de defesa em um ambiente de risco.

Já para Konraht e Soares (2020) os *covenants* são utilizados, no mercado brasileiro, para complementar a taxa de risco, para substituir o risco e reduzir o custo da dívida. Segundo Hong, Hung e Zhang (2016), a utilização de *covenants* de dívida varia de acordo com as instituições jurídicas dos países e são mais prevalentes em naqueles cuja aplicação da lei é mais forte e direitos de credor mais fracos.

Por exemplo, Shi e Sun (2014) examinaram o efeito da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) no número de *covenants* de títulos tendo como resultado uma associação negativa entre uma pontuação alta em RSC e a quantidade de *covenants* nos títulos. Já Pittman e Zhao (2020) estudaram a relação entre a restrição de *covenants*, as distorções de relatórios e contábeis e custos de auditoria e descobriram que a restrição de *covenants* está positivamente associada à probabilidade de distorção nas demonstrações financeiras. Palhares, do Carmo, Ferreira e Ribeiro (2019) concluíram que algumas características de governança corporativa, concentração de propriedade por parte do acionista controlador e tamanho do conselho de administração, são determinantes para definir a quantidade de *covenants* contábeis nas escrituras de debêntures.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários tornou obrigatória a divulgação de características de governança corporativa das companhias a partir do ano de 2018 (Manzanares & Leal, 2021), o que possibilitou a mensuração do nível de governança corporativa das empresas do Brasil. Além disso, conforme abordado por Peixoto (2020), se tornou possível realizar um índice de governança corporativa focado no atendimento de itens de controle interno pelas companhias.

Entretanto, o efeito da governança corporativa sobre a quantidade de *covenants* em contratos de dívida ainda necessita de maiores análises, uma vez que uma boa estrutura de governança pode aumentar o engajamento da companhia para a proteção de credores, tornando a gestão menos resistente a utilização de *covenants* (Konraht, 2017; Palhares *et al.* 2019), e sob outra perspectiva, a governança pode atuar como um dispositivo substituto à utilização de *covenants* (Rajan, 1992; Fields, Fraser e Subrahmanyam, 2012; Palhares *et al.* 2019), contribuindo para a redução da percepção de riscos dos credores e diminuindo o incentivo para a inclusão de cláusulas restritivas no contrato de dívida.

Dessa maneira, considerando a ambiguidade encontrada na literatura, percebe-se a necessidade de pesquisas que verifiquem o efeito da governança corporativa das companhias em relação as cláusulas restritivas dos contratos de dívida (Palhares *et al.* 2019). Ademais, Taylor (2013) menciona a necessidade de buscar evidências sobre a utilização de *covenants* em países emergentes, como é o caso do Brasil, dado que possuem características de finanças corporativas, governança e práticas contábeis diferentes dos países desenvolvidos, nos quais foi realizada a maioria dos estudos sobre o assunto e também possui ambiente institucional de baixa proteção aos credores e baixo *enforcement* legal (Hong *et al.* 2016).

Diante desse contexto, esta pesquisa tem como objetivo identificar a influência do nível de governança corporativa das companhias na utilização de *covenants* em contratos de debêntures no Brasil e na emissão de debêntures pelas companhias. Um diferencial da pesquisa em relação à literatura é a utilização das características das companhias para se mensurar a governança corporativa, por meio da verificação do atendimento de todos os itens do Código de Governança Corporativa pelas companhias.

Para se alcançar o objetivo do trabalho foram coletados dados das empresas listadas na Bolsa de valores referentes aos anos de 2018, 2019 e 2020, por meio do uso da plataforma Economatica e de forma manual por meio do Banco de dados da ANBIMA, dos Informes de Governança Corporativa, Formulários de Referência e escrituras de debêntures. Foram estimados modelos econométricos a partir do modelo Logit e Tobit.

Foram encontradas evidências que o nível de governança corporativa não influencia significativamente na quantidade de *covenants* em contratos de dívida e que companhias que possuem um nível de governança corporativa mais elevado emitem mais debêntures. Esses achados reforçam as duas possíveis direções da relação entre governança e quantidade de *covenants*.

No campo da literatura de países emergentes e com pouca proteção de crédito aos credores, essa pesquisa traz novas contribuições que complementam os estudos já realizados sobre o tema, principalmente aqueles voltados ao mercado brasileiro. Como contribuição prática, o estudo contribui para a melhoria das práticas de governança corporativa do Brasil, uma vez que é um fator determinante para a emissão de títulos para captação de recursos. Outrossim, contribui com *insights* para

investidores e agentes de estruturação de dívidas em relação a importância da governança corporativa no mercado de capital brasileiro.

## Capítulo 2

### 2. REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 CONTRATOS DE DÍVIDAS E *COVENANTS*

Os contratos de dívidas são elaborados com cláusulas restritivas, *covenants*, com o objetivo de mitigar o conflito de agência entre os credores e os acionistas (Smith & Warner, 1979; Jensen & Meckling, 1976; Konraht & Soares, 2020; Mansi *et al.*, 2020) e reduzir a incerteza de pagamento da dívida (Konraht & Soares, 2020; Demerjian, 2017; Chang & Ross, 2016). Essas cláusulas podem conter obrigações a serem realizadas pela empresa, restrições de atividades e condições econômicas ou financeiras que a empresa deve observar durante o período do contrato (Konraht & Soares, 2020).

Considerando a heterogeneidade dos *covenants*, elas podem ser classificadas em três categorias: afirmativas (execução de determinadas atividades), negativas (restrições a determinadas atividades) e contábeis (estabelecem condições econômicas ou financeiras a serem observadas) (Nini, Smith, & Sufi, 2012). Já segundo Konraht e Soares (2020), os *covenants* possuem duas categorias: contábeis e não contábeis, sendo que a primeira estabelece parâmetros financeiros e econômicos a serem seguidos pelos devedores, enquanto a segunda estabelece obrigações ou proibições sobre o que fazer. Por consequência, é possível que o mercado perceba as categorias de *covenants* de forma diferente, dando mais importância aos *covenants* contábeis que dão mais proteção contra o risco de falência da devedora (Chang & Ross, 2016).

Uma relação de agência pode ser definida como um contrato onde uma pessoa contrata outra para realizar determinado serviço em seu lugar, delegando autoridade para tomar decisões (Jensen & Meckling, 1976). Como os gestores são contratados para representar os donos da companhia, são incentivados a agir no interesse dos acionistas em detrimento aos interesses dos credores, gerando um conflito de agência (Smith & Warner, 1979). Na maioria das relações de agência, o principal e o agente irão incorrer em custos de monitoramento e vinculação, podendo ser pecuniários ou não, denominados de custos de agência (Jensen & Meckling, 1976).

As principais causas do surgimento de conflito de agência entre os credores e os acionistas são: política de pagamento de dividendos, política de contratação de novas dívidas e política de investimento, sendo que as primeiras são mais factíveis de monitorar que a última (Smith & Warner, 1979). Mansi *et al.* (2020) sugeriram que empresas com mais conflitos de agência são mais propensas a utilização de cláusulas restritivas, enfatizando que a sua utilização é determinada pela compensação entre a perda de flexibilidade operacional e a combinação entre a redução do custo de financiamento e o aumento na capacidade de financiamento. Assim, a utilização de *covenants* contribui para reduzir o risco dos problemas de agência podendo ser manifestados após a contratação da dívida (Konraht & Soares, 2020).

Além do conflito de agência entre credores e acionistas, estudos anteriores documentaram outros determinantes de *covenants* inseridos nos contratos de dívida: ambiente de incerteza (Demerjian, 2017), complementação ao prêmio de risco (Konraht & Soares, 2020), instituições jurídicas do país (Hong *et al.* 2016), investimento em Responsabilidade Social Corporativa (Shi & Sun, 2014), distorções dos relatórios contábeis (Pittman & Zhao, 2020), governança corporativa (Palhares *et al.* 2019).

Para Demerjian (2017), a incerteza equivale a inaptidão do credor e tomador de estarem cientes de todas as informações importantes sobre o desempenho econômico do tomador após a captação do recurso. Uma forma de atenuar essa incerteza é a utilização de cláusulas restritivas contábeis (Konraht & Soares, 2020), podendo ser utilizadas como um mecanismo legal que assegura a viabilidade de repactuação da dívida, caso o desempenho da tomadora fique aquém de um nível considerado suficiente pelo credor (Demerjian, 2017). Em contrapartida, Pittman e Zhao (2020) sugerem que os *covenants* baseados em relatórios financeiros geram incentivos para os gerentes realizarem escolhas contábeis com a finalidade de impedir violações as cláusulas restritivas e evitar as suas consequências.

Hong *et al.* (2016), investigaram o uso de *covenants* de dívidas em todo mundo e a sua variação com as instituições jurídicas, descobrindo que são mais prevalentes em países com aplicação de lei mais forte e direitos de credor mais fracos, sendo que a instituição jurídica do Brasil é considerada com aplicação de lei e direitos de credor mais fracos. Já Shi e Sun (2014) concluíram que empresas empenhadas em investir em Responsabilidade Social Corporativa possuem menos *covenants* em seus contratos, pois fornecem mais informações de forma voluntária ao mercado, melhorando a sua reputação. Palhares *et al.* (2019) estudaram dois fatores de governança corporativa, concentração de propriedade por parte do acionista controlador e tamanho do conselho de administração, e a sua relação com a quantidade de *covenants* financeiros em contratos de debêntures e tiveram como resultado que empresas com mais predominância dos fatores estudados, em determinados setores, possuem menos *covenants* financeiros inseridos em seus contratos.

Além do mais, a literatura tem apontado características das companhias (tamanho, auditoria, rentabilidade, setor, listagem internacional e alavancagem financeira) e características dos títulos (montante, garantia, maturidade e *rating*) que podem influenciar nos *covenants* e na emissão de debêntures.

O tamanho da empresa, conforme Santos, Ponte e Mapurunga (2014); Peixoto (2020), pode influenciar na possibilidade de maior divulgação de informações, considerando as exigências do mercado e de acionistas. A empresa que é contratada para realizar a auditoria da companhia também é uma característica estudada já que, segundo, Maia, Formigoni e da Silva (2012); Santos *et al.* (2014); Peixoto (2020), quando grandes empresas de auditoria, com abrangência internacional, são contratadas, elas exercem uma grande influência na divulgação de informação das empresas que as contratam, culminando numa maior conformidade.

Para Maia *et al.* (2012); Santos *et al.* (2014); Peixoto (2020), existe uma possibilidade de que as empresas com maior rentabilidade divulguem mais informações ao mercado, aumentando a confiança de acionistas e credores, e poderia ser relacionada a um gerenciamento de risco mais eficaz. Já empresas que possuem Listagem Internacional poderiam significar em mais conformidade das divulgações requeridas pelas Normas Internacionais de Contabilidade, conforme Santos *et al.* (2014); Peixoto (2020). O nível de alavancagem financeira da companhia pode influenciar na divulgação de informações e no monitoramento dos credores, conforme Santos *et al.* (2014); Peixoto (2020).

Em relação aos títulos, uma característica estudada é o montante, que corresponde ao valor de captação de recursos realizado pela companhia, e tem como justificativa o raciocínio de que quanto maior o valor da dívida contratada, maior é o potencial prejuízo dos credores em caso de inadimplência (Konraht, 2017). Outra

característica é a garantia pactuada no contrato, que segundo Konraht e Soares (2020), pode ser uma garantia real ou não, conforme exigência dos credores.

O prazo pactuado da dívida influencia o risco de inadimplência e a exigência de *covenants* dos títulos, conforme Konraht (2017), visto que dívidas com prazos mais longos envolvem um nível maior de incerteza. Já o *rating* que é emitido para cada debênture por uma agência de crédito tem o objetivo de mensurar a nota de crédito de cada título, tendo uma nota menor para o título com maior risco (Chang & Ross, 2016).

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Uma sucessão de escândalos financeiros em todo o mundo e a crise financeira global de 2008 acentuaram as deficiências nos mecanismos de governança corporativa (Bravo & Moreno, 2020) e começaram a forçar as organizações a ampliar o foco na governança e *compliance* (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2018). Isto posto, uma onda de regulamentação de governança em todo o mundo se iniciou no ano 2000, com a publicação da Lei Sarbanes – Oxley dos Estados Unidos e seu análogo canadense, Bill 198, no ano de 2002, a Diretiva da Comissão Europeia 2006/46/CE em 2006, o Plano de Ação da EU em 2012 e o Código de Governança Corporativa do Reino Unido em 2016 (Heroux & Roussy, 2019). No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários divulgou em 2017 a Instrução Normativa CVM 586/2017 na qual introduziu o primeiro Código de Governança Corporativa explicativo de obediência obrigatória (Manzanares & Leal, 2021).

Um Código de Governança Corporativa é uma forma de regulamento flexível que apresenta um conjunto de recomendações de governança abordando as relações entre os acionistas e a alta administração, o papel e a composição do conselho de

administração e seus comitês, auditoria e divulgação de informações e a seleção, remuneração e destituição de conselheiros e diretores (Duh, 2017). O objetivo principal de um Código de Governança Corporativa é recomendar as melhores práticas de governança para reduzir conflitos de agência, protegendo os interesses dos acionistas e garantindo a prosperidade dos negócios (Bravo & Moreno, 2020).

Além disso, mecanismos de governança corporativa têm sido geralmente considerados uma solução para mitigar assimetrias de informação entre usuários e conflitos de agência, a fim de proteger os acionistas minoritários (Courteau, Di Pietra, Giudici & Melis, 2017). Quando se percebe que a companhia possui boas práticas de governança corporativa, há uma melhora das estruturas de controle interno dentro das organizações, aumento da responsabilidade da administração e a supervisão das atividades financeiras e de negócios e impacto na cultura organizacional (Heroux & Roussy, 2019).

Izquierdo, Garcia-Blandon e Baum (2020) estudaram a relação entre o atendimento das companhias espanholas ao Código de Governança Corporativa e o seu desempenho e apontaram que para fortalecer a confiança do investidor na companhia, os agentes reguladores devem ser mais ativos em punir as más explicações fornecidas pelas companhias e devem garantir que os relatórios de governança corporativa não sejam apenas um exercício mecânico de preenchimento. Já Ullah, Ahmad, Akbar, Kodwani e Frecknall-Hughes (2020) examinaram o impacto das regulamentações e práticas de governança corporativa no Reino Unido e Alemanha em relação ao desempenho das empresas nos dois países e desenvolveram um índice de “cumprir ou explicar” que capta o nível de governança corporativa e a qualidade de explicações das companhias. Segundo Bravo e Moreno (2020), o principal objetivo do *compliance* com a Governança Corporativa é fortalecer

o controle interno e maximizar os interesses dos acionistas, o que implica a salvaguarda da prosperidade do negócio.

No Brasil, a partir da publicação da Instrução Normativa (IN) 586/2017 pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foi possível mensurar o nível de governança das companhias comparando com o Código de Governança Corporativa do Brasil, conforme realizado por estudos anteriores em outros países (Izquierdo, Garcia-Blandon & Baum., 2020; Ullah *et al.* 2020). A IN 586/2017 definiu parâmetros de governança corporativa visando identificar os mecanismos e procedimentos internos adotados pelas companhias. (Peixoto, 2020). A edição dessa instrução normativa introduziu o primeiro Código de Governança Corporativa explicativo de obediência obrigatória para as companhias de capital aberto do Brasil com a abordagem “aplique ou explique”, determinando a necessidade das companhias de divulgar o seu *compliance* em relação ao Código de Governança Corporativa e, caso não atendesse algum item, informasse uma justificativa. (Manzanares & Leal, 2021).

À vista disso, se tornou possível a mensuração do nível de governança corporativa de cada companhia em relação as regras dispostas na IN 586/2017, tornando viável a criação de um índice de governança corporativa para as companhias brasileiras. Ainda, conforme realizado por Peixoto (2020), existe a possibilidade de se criar um índice no qual mensure a política de controles internos, ligando esta característica a um ambiente corporativo confiável e transparente, o que seriam diferenciais da companhia (Peixoto, 2020; Santos, Ponte & Mapurunga, 2014).

Nesse contexto, o efeito da governança corporativa como um determinante para a inserção de cláusulas restritivas em contratos de dívida necessita de maiores estudos (Konraht, 2017; Palhares *et al.* 2019), visto que estudos anteriores possuem uma posição ambígua em relação a esse tema. Em uma perspectiva, uma boa

estrutura de governança corporativa da empresa tomadora do crédito pode aumentar o comprometimento da gestão para a proteção de credores, utilizando os *covenants* como elementos complementares a governança, tornando a gestão menos resistente a utilização de *covenants* (Konraht, 2017; Palhares *et al.* 2019). Em outro ponto de vista, a governança pode atuar como um mecanismo substituto à utilização de cláusulas restritivas (Rajan, 1992, Fields *et al.* 2012; Palhares *et al.* 2019), contribuindo para a redução da percepção de riscos dos credores e diminuindo o incentivo para a inclusão de cláusulas restritivas no contrato de dívida.

Dessa forma, em relação ao efeito da governança corporativa na quantidade de *covenants* de contratos de dívidas, é definida a seguinte hipótese:

H1: A Governança Corporativa não afeta a quantidade de *covenants* nos contratos de debêntures.

No mesmo contexto, considerando que os empréstimos comerciais e a emissão de títulos no mercado financeiro são as principais fontes de financiamento externo das companhias e que os contratos normalmente possuem uma variedade de cláusulas que visam a restrição de atividades ou a exigência de cumprimento de obrigações da companhia tomadora (Chava *et. al.*, 2019), buscamos estudar a influência do nível de governança corporativa na emissão de debêntures.

Nesse sentido, espera-se que companhias que possuam um nível maior em governança corporativa, ou seja, com menos assimetria de informação entre os usuários (Courteau *et al.*, 2017), melhor estrutura de controle interno (Heroux & Roussy, 2019) e maior salvaguarda da prosperidade do negócio (Bravo & Moreno, 2020), tenham mais tendência para emissão de debêntures, conforme a hipótese abaixo:

H2: Empresas com maior nível de Governança Corporativa possuem mais contratos de debêntures.

## Capítulo 3

### 3. METODOLOGIA DA PESQUISA

#### 3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E TRATAMENTO DE DADOS

Esta pesquisa tem como objetivo estudar a influência do nível de governança corporativa na quantidade de *covenants* e na emissão de debêntures das companhias brasileiras. À vista disso, para avaliar estas relações foram utilizados dados secundários relativos às empresas brasileiras de capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo (B<sup>3</sup>), extraídos da base de dados da Economatica e da CVM, bem como dados de debêntures extraídos da base da Anbima e das escrituras de debêntures.

A pesquisa é descritiva, quanto aos objetivos, pois descreve as evidências para explicar as hipóteses apresentadas e quantitativa, com relação à forma de abordagem, uma vez que o estudo dos dados se dá por meio de análise estatística, em que o modelo econométrico testa as hipóteses levantadas na pesquisa. Assim, o estudo possui corte longitudinal, pois os dados coletados contemplam vários períodos. A caracterização da metodologia de pesquisa encontra-se em linha com as definições defendidas por Sampieri, Collado e Lúcio (2013).

A amostra utilizada nesta pesquisa é composta pelas empresas de capital aberto entre os anos de 2018 e 2020. Foram selecionadas apenas companhias de capital aberto da B<sup>3</sup> devido a disponibilidade de suas informações.

A utilização de debêntures, em detrimento aos empréstimos e financiamentos e demais títulos de dívidas emitidos pelas companhias, se deve ao fato de que as escrituras das debêntures são informações públicas, o que possibilita o acesso detalhado das características dos títulos e dos *covenants* inseridos nas escrituras.

A opção para o corte temporal a partir do ano de 2018 se justifica pela divulgação do Informe de Governança Corporativa pelas companhias de capital aberto se tornar obrigatório a partir desse ano, conforme preconizado pela IN 586/2017. Esta regra possibilitou a mensuração de forma objetiva do nível de atendimento das companhias com o código de governança corporativa vigente no Brasil.

A opção para a utilização do Brasil se deve as características do país, que está classificado como país emergente e possui um ambiente institucional de baixa proteção aos credores e baixo *enforcement* legal, características que carecem de maiores estudos em relação a utilização de *covenants* (Hong *et al.* 2016, Taylor, 2013).

Conforme realizado por Konraht (2017), para a operacionalização do modelo econométrico, as debêntures foram reunidas pelo seu ano de emissão. Quando foi identificada mais de uma debênture emitida por uma mesma companhia, foi selecionada apenas a primeira emissão do ano. Este critério foi utilizado por garantir uma aleatoriedade na seleção das debêntures, sem embasar o critério de seleção em uma característica da dívida.

Após a coleta dos dados relativos às empresas brasileiras de capital aberto na B<sup>3</sup> (tamanho, auditoria, rentabilidade, setor, listagem internacional e alavancagem financeira) e das debêntures emitidas pelas empresas no período estudado (montante, garantia, maturidade e *rating*), foi realizada a winsorização a 1% em cada cauda e o tratamento dos *missing value* com o objetivo de, respectivamente, tratar os efeitos dos *outliers* e evitar distorções nos resultados. A Tabela 1, a seguir, apresenta o detalhamento da composição da amostra:

TABELA 1: COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

Descrição	Quantidade
Total de empresas do estudo	391
Período pesquisado (em anos)	3
(=) Total de observações no período	1.173
(-) Exclusão de observações sem informações para calcular as variáveis	(483)
(=) Quantidade de observações final utilizadas	690

Fonte: Elaborado pelo autor.

### 3.2 TESTES ESTATÍSTICOS E MODELOS ECONOMETRÍCOS

A relação estudada na hipótese H1 foi estimada por meio da Equação 1 e 2, utilizando o modelo de regressão tobit, com dados em painel, visto que a variável explicada, *cov*, que corresponde a quantidade de *covenants* em contratos de debêntures, não apresenta uma distribuição normal, tendo uma grande concentração de dados no valor “0”. Este método se apresenta como o mais adequado para as observações do estudo, conforme Tobin (1958).

As variáveis que medem a governança corporativa da companhia (*igov*, *ici* e *isci*) são as variáveis explicativas da hipótese H1. Para mais, têm como variáveis explicativas de controle as características da companhia (tamanho, auditoria, rentabilidade, setor, listagem internacional e alavancagem financeira) e características dos títulos (montante, garantia, maturidade e *rating*). O objetivo da utilização desse modelo é estimar a probabilidade da variação da quantidade de *covenants* em debêntures influenciada pelos potenciais fatores explicativos testados neste trabalho.

Por conseguinte, o emprego deste modelo indica como a alteração das variáveis explicativas afeta a probabilidade da inclusão de *covenants* em debêntures. Valores positivos para estes fatores indicam que eles elevam as probabilidades de inclusão de *covenants*, enquanto valores negativos representam uma redução na probabilidade de inclusão de *covenants*, conforme equações abaixo:

$$\text{cov}_{it} = \beta_0 + \beta_1 I_{gov_{it}} + \sum_{j=11} \beta \text{controle}_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{cov}_{it} = \beta_0 + \beta_1 I_{ci_{it}} + \beta_2 I_{sci_{it}} + \sum_{j=11} \beta \text{controle}_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

A relação estudada na hipótese H2 foi estimada por meio da Equação 3 e 4, utilizando uma análise de regressão logística, com dados em painel, já que a variável explicada, emissão de debêntures (deb), é representada por uma variável binária na qual assume o valor 1 se a companhia emitiu debênture no período estudado e 0 nos demais casos. Este método é considerado como o mais adequado para as observações do estudo, pois incorpora as observações individuais ao longo da série temporal, permitindo o controle das variações entre indivíduos (corte transversal) e ao longo do tempo (corte longitudinal) (Fávero, 2013).

As variáveis que medem a governança corporativa da companhia (igov, ici e isci) são as variáveis explicativas da hipótese H2. Para mais, tem como variáveis explicativas de controle as características da companhia (tamanho, auditoria, rentabilidade, setor, listagem internacional e alavancagem financeira). O objetivo da utilização desse modelo é modelar a probabilidade da emissão de debêntures influenciada pelos potenciais fatores explicativos testados neste trabalho.

Por conseguinte, o emprego deste modelo indica como a alteração das variáveis explicativas afeta a probabilidade da emissão de debênture pelas companhias estudadas. Valores positivos para estes fatores indicam que eles elevam as probabilidades de emissão de debêntures, enquanto valores negativos representam uma redução na probabilidade de emissão desses títulos, conforme equações abaixo:

$$deb_{it} = \beta_0 + \beta_1 Igov_{it} + \sum_{j=7} \beta controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$deb_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ici_{it} + \beta_2 Isci_{it} + \sum_{j=7} \beta controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

### 3.3 VARIÁVEIS

#### 3.3.1 Variáveis Dependentes

A quantidade de *covenants* em contrato de dívidas, *cov*, é a variável dependente da Equação 1 e 2. Foram consideradas como *covenants* as cláusulas restritivas afirmativas (obrigam a empresa a executar determinadas atividades), negativas (estabelecem restrições a atividades das empresas) e contábeis (estabelecem condições econômicas ou financeiras que a empresa deve observar e são baseadas em números contábeis), conforme classificação de Nini, Smith e Sufi (2012).

A emissão de debêntures, *deb*, é a variável dependente da equação 3 e 4. A variável é representada por uma variável binária na qual assume o valor 1 se a companhia emitiu debênture no período estudado e 0 nos demais casos e, nos casos em que a companhia tenha emitido mais de 1 debênture no mesmo ano, foi considerada a que foi emitida primeiro.

A coleta de dados em relação a debêntures e quantidade de *covenants* foi realizada de forma manual por meio da leitura das escrituras das debêntures e consulta ao banco de dados da ANBIMA.

### 3.3.2 Variáveis Independentes

Nas equações, as variáveis que medem a governança corporativa igov (mede o atendimento aos itens correspondentes as características de governança corporativa da companhia), ici (mede o atendimento aos itens correspondentes as características de governança corporativa relacionados ao Controle interno da Companhia) e isci (foram considerados os itens do Informe de Governança Corporativa que não foram considerados na variável ici) têm como objetivo detectar o nível de governança corporativa nas empresas por meio de identificação do atendimento de itens do Código de Governança Corporativa, conforme já realizado por estudos anteriores em outros países (Izquierdo *et al.* 2019, Ullah *et al.* 2020). O critério de identificação e a medição utilizados para chegar ao resultado é semelhante ao modelo de pesquisa utilizado pelos autores Izquierdo *et al.* (2019) para extrair informações relacionadas a qualidade da governança corporativa, os quais avaliaram o nível de atendimento das companhias espanholas por meio da reunião de um conjunto de dados que contém resposta às recomendações de governança dos informes anuais de governança corporativa.

Assim, a variável será medida estatisticamente por uma nota de 0 a 1, identificando os itens de evidências de atendimento a governança corporativa, por meio do *checklist* com o Informe de Governança Corporativa emitido anualmente pelas empresas de capital aberto, conforme itens da Instrução Normativa 586/2017 da CVM. A cada item de evidenciação será atribuída nota (1) atendimento total e (0) nos demais casos, como critério de mensuração. O Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa – Companhias Abertas é composto por 54 itens, no qual a companhia informa se atende ou não a cada recomendação e ainda pode inserir

alguma explicação que julgar necessária, conforme Quadro 2 disposto no Apêndice A.

Para realizar a mensuração da variável *igov*, que mede o atendimento aos itens correspondentes as características de governança corporativa da companhia, foram considerados os 54 itens do Informe de Governança Corporativa. Já para a variável *ici*, que mede o atendimento aos itens correspondentes as características de governança corporativa relacionados ao Controle interno da Companhia, foram considerados o total de 8 itens, correspondente as seguintes recomendações dispostas no Apêndice A: 1.8.2, 2.1.1, 3.1.1, 3.4.3, 4.1.1, 4.5.1, 4.5.2, 4.5.3. Finalmente, para realizar a mensuração da variável *isci*, foram considerados os 46 itens do Informe de Governança Corporativa que não foram considerados na variável *ici*.

Após ser atribuído nota 1 aos itens atendidos e 0 nos demais casos, calculou-se os níveis de atendimento. Desse modo, o número de itens atendidos de governança corporativa na empresa foi dividido pelo número total de itens aplicados a companhia, mantendo o mesmo peso para cada item, utilizando a Equação 5, 6 e 7 para medir os níveis de Governança Corporativa evidenciados:

$$igov = \frac{TNC_1}{TN_1} \quad (5)$$

$$ici = \frac{TNC_2}{TN_2} \quad (6)$$

$$isci = \frac{TNC_3}{TN_3} \quad (7)$$

Onde, TNC é o total de evidências atendidas pela companhia e TN é o número total de evidências aplicadas a companhia, sendo considerado o mesmo peso para cada um dos itens avaliados.

### 3.3.3 Variáveis de Controle

A variável “*size*” mede o tamanho da empresa e é mensurada pelo Logaritmo natural do Ativo Total da empresa anual. A variável de controle “*bigfour*” tem o objetivo identificar se uma das quatro grandes empresas de auditoria do mercado foram contratadas para auditar a empresa, sendo 1 caso a resposta seja positiva e 0, caso contrário. A variável de controle “*roe*” tem o objetivo de estimar o efeito da rentabilidade da empresa nas variáveis explicadas e é mensurada por meio do Retorno sobre o Patrimônio Líquido da companhia.

A variável de controle Listagem Internacional tem como objetivo identificar se a empresa realizou a emissão de *American Depositary Receipts* (ADR) e assume o valor 1 se tiver emitido ADR e 0, caso contrário. A variável de controle Alavancagem Financeira é mensurada pela relação entre dívida/ativo total. A variável Montante da dívida é mensurada pelo logaritmo natural do valor total da debênture emitida. A variável de controle Garantia Real assume valor 1 se a empresa oferecer garantia real e 0, caso contrário.

A variável de controle Maturidade refere-se ao prazo pactuado da dívida e é mensurada pelo número de meses do título. A variável de controle *rating* corresponde a nota de crédito de cada debênture emitida por uma agência de crédito, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior.

No Quadro 1 é apresentada a descrição de cada variável:

Variável	Tipo	Mensuração	Literatura	Fonte de dados	Sinais exp. 1	Sinais exp. 2
cov	Explicada 1	quantidade de <i>covenants</i> em um contrato de debênture	Bradley e Roberts (2015) e Shi e Sun (2014)	Escritura de debêntures		
deb	Explicada 2	variável binária que assume valor 1 quando há emissão de debêntures e 0 nos demais casos		Economatica e banco de dados da Anbima		
igov	Explicativa	escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados	Maia <i>et al.</i> (2012); Santos <i>et al.</i> (2014); Peixoto (2020)	Informe de governança corporativa	+/-	+
ici	Explicativa	escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens de controle interno do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados	Maia <i>et al.</i> (2012); Santos <i>et al.</i> (2014); Peixoto (2020)	Informe de governança corporativa	+/-	+
isci	Explicativa	escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens que não tem relação a controle interno do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados	Maia <i>et al.</i> (2012); Santos <i>et al.</i> (2014); Peixoto (2020)	Informe de governança corporativa	+/-	+
size	Controle Explicativa	Logaritmo natural do Ativo Total da empresa (anual. )	Santos <i>et al.</i> (2014); Peixoto (2020); Konraht e Soares (2020)	Economatica	-	+/-
bigfour	Controle Explicativa	variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha sido auditada por uma <i>bigfour</i> e valor 0 nos demais casos	Maia <i>et al.</i> (2012); Santos <i>et al.</i> (2014); Peixoto (2020)	Formulário de Ref., B3	-	+/-
roe	Controle Explicativa	Lucro Líquido/PL	Maia <i>et al.</i> (2012); Santos <i>et al.</i> (2014); Peixoto (2020).	Economatica	+/-	+/-
set	Controle Explicativa	classificação da empresa no setor de atuação	Santos <i>et al.</i> (2014) Nisiyama e	Economatica	+/-	+/-

			Nakamura (2018) ; Peixoto (2020)			
rat	Controle Explicativa	nota de <i>rating</i> de cada debênture, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior	Chang e Ross, 2016	Economatica	-	-
int	Controle Explicativa	variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha emitido um ADR e valor 0 nos demais casos	Maia <i>et al.</i> (2012); Santos <i>et al.</i> (2014); Peixoto (2020)	Economatica	-	+/-
alav	Controle Explicativa	dívida/ativo total	Santos <i>et al.</i> (2014); Peixoto (2020); Konraht e Soares (2020).	Economatica	+	+/-
mon	Controle Explicativa	Logaritmo natural do valor total da proposta de emissão de debêntures	Konraht (2017)	Economatica	+	+/-
gar	Controle Explicativa	Variável binária que assume valor 1 se a debênture apresentar garantia real, e 0 caso contrário.	Konraht (2017); Konraht e Soares (2020)	Economatica	+/-	+/-
mat	Controle Explicativa	Prazo de vencimento do títulos em meses	Konraht (2017); Konraht e Soares (2020)	Economatica	+	+/-

Quadro 1: Nome e definição das variáveis

Fonte: Elaborado pelo autor

## Capítulo 4

### 4. ANÁLISE DE RESULTADOS

#### 4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO PEARSON

A Tabela 2, a seguir, apresenta as estatísticas descritivas das variáveis definidas para os modelos, que representam 391 empresas analisadas no período entre 2018 e 2020:

**TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA**

Variáveis	Obs	Média	SD	Min	1Q	Med.	3Q	Max
deb	690	0,1492	0,3566	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000
cov	690	3,4391	8,6213	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	31,0000
igov	690	0,5288	0,2158	0,0909	0,3556	0,5578	0,6939	0,9387
ici	690	0,5297	0,3281	0,0000	0,2857	0,5714	0,8571	1,0000
isci	690	0,5287	0,20745	0,1053	0,3750	0,5526	0,6750	0,9500
bigfour	690	0,5231	0,4998	0,0000	0,0000	1,0000	1,0000	1,0000
int	690	0,0855	0,2798	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000
set	690	10,3985	5,3487	1,0000	6,0000	11,0000	14,0000	20,0000
roe	690	-0,2201	4,9134	-108,2	0,0003	0,0992	0,2028	23,1316
size	690	14,6946	2,5952	4,0073	13,4038	15,0295	16,3827	18,6545
alav	690	0,3886	1,6485	0,0000	0,0990	0,2592	0,4142	32,8757
gar	690	0,0058	0,0760	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	1,0000
rat	690	2,4942	6,3504	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	20,0000
mat	690	0,3232	0,8126	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	3,2467
mon	690	2,9817	7,0894	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	20,8186

A presente tabela apresenta as principais estatísticas descritivas (total de observações, média, desvio padrão, mínimo, primeiro quadrante, média, terceiro quadrante, máximo) das principais variáveis do estudo. Foi realizada a *winsorização* ao nível de 1,0% em cada extremidade da distribuição da amostra. Em que: deb = variável binária que assume valor 1 quando há emissão de debêntures e 0 nos demais casos; cov = quantidade de *covenants* em um contrato de debênture; igov = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; ici = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens de controle interno do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; isci = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens que não tem relação a controle interno do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; size = logaritmo natural do ativo total da empresa; bigfour = variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha sido auditada por uma *bigfour* e valor 0 nos demais casos; roe

---

= lucro Líquido/PL; set = classificação da empresa no setor de atuação; int = variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha emitido um BDR e valor 0 nos demais casos ; alav = dívida/ativo total; mon = logaritmo natural do valor total da emissão das debêntures; gar = variável binária que assume valor 1 se a debênture apresentar garantia real e 0 caso contrário; mat = prazo de vencimento do título em meses; rat = nota de *rating* de cada debênture, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior.

---

Fonte: Elaborada pelo autor.

Os resultados apresentados mostram que, em média, 15% das empresas emitiram debêntures no período estudado. Assim, é possível verificar que a minoria das empresas de capital aberto no Brasil capta recursos via emissão de títulos de debêntures, demonstrando que essa forma de captação está restrita a um grupo pequeno de empresas. Apesar disso, como o resultado somente demonstra se a companhia emitiu uma debênture no período estudado e, caso tenha emitido mais de 1 título, só foi considerado o primeiro que foi emitido, é possível haver empresas que emitiram vários títulos no período e que a captação dos recursos via debêntures seja mais volumosa do que o demonstrado.

Observou-se também que, em média, houve a inclusão de 24 *covenants* por contrato para as empresas que emitiram debêntures no período estudado, sendo consideradas todas as cláusulas restritivas que têm como consequência de seu descumprimento a liquidação antecipada da dívida. Também é possível observar que todas as debêntures emitidas possuem *covenants*, ou seja, é um mecanismo imprescindível para a proteção dos credores e para viabilizar a captação de recursos, entretanto, a sua quantidade varia de acordo com as características da companhia e do título.

Com relação ao nível de atendimento das companhias ao código de governança corporativa do Brasil, observou-se que há um atendimento em torno de 53%, considerando as três formas de governança mensuradas neste estudo: todos os itens de governança corporativa, apenas os itens de governança corporativa

relacionados a política de controle interno e os demais itens que não são relacionados a política de controle interno. No entanto, podemos observar que essa variável é volátil, já que temos empresas que atendem, em algumas formas, 100% dos itens de governança e outras que não atendem nenhum item.

No que tange as variáveis de controle relacionadas às características das companhias, verificou-se que em torno de 52% das companhias são auditadas por uma das quatro maiores empresas de auditoria e que em torno de 9% emitiram ADR no período estudado. Em relação as variáveis de controle relacionadas às características dos contratos de debênture, verificou-se que menos de 1% dos contratos possuem garantia real e que o prazo médio de cada contrato gira em torno de 32 meses.

A Tabela 3, a seguir, evidencia os resultados da Correlação de *Pearson* entre as variáveis utilizadas.

TABELA 3: MATRIZ DE CORRELAÇÕES

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
cov (1)	1,0000										
igov (2)	0,2110*	1,0000									
ici (3)	0,2359*	0,8452*	1,0000								
isci(4)	0,1927*	0,9890*	0,7571*	1,0000							
set (5)	-0,0872*	-0,0630*	-0,0966*	-0,0513	1,0000						
roe (6)	0,0287	0,0226	0,0054	0,0257	-0,0088	1,0000					
alav (7)	-0,0080	-0,0938*	-0,0940*	-0,0879*	0,0590	-0,0052	1,0000				
size (8)	0,2559*	0,6234*	0,5145*	0,6197*	-0,0776*	0,0753*	-0,0879*	1,0000			
rat (9)	0,8743*	0,2203*	0,2460*	0,2007*	-0,0712*	0,0274	-0,0106	0,2821*	1,0000		
mat (10)	0,8939*	0,2253*	0,2500*	0,2061*	-0,0811*	0,0283	-0,0090	0,2636*	0,8988*	1,0000	
mon (11)	0,9429*	0,2403*	0,2619*	0,2217*	-0,0893*	0,0308	-0,0109	0,2858*	0,9352*	0,9448*	1,0000

Os valores apresentados representam a correlação entre as variáveis estudadas, As variáveis *Dummy* (deb, gar, bigfour e int) não compuseram Matriz de Correlações das variáveis (Correlação de Pearson), nas quais: deb = variável binária que assume valor 1 quando há emissão de debêntures e 0 nos demais casos; cov = quantidade de *covenants* em um contrato de debênture; igov = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; ici = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens de controle interno do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; isci = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens que não tem relação a controle interno do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; size = logaritmo natural do ativo total da empresa; bigfour = variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha sido auditada por uma *bigfour* e valor 0 nos demais casos; roe = lucro Líquido/PL; set = classificação da empresa no setor de atuação; int = variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha emitido um BDR e valor 0 nos demais casos ; alav = dívida/ativo total; mon = logaritmo natural do valor total da emissão das debêntures; gar = variável binária que assume valor 1 se a debênture apresentar garantia real e 0 caso contrário; mat = prazo de vencimento do título em meses; rat = nota de *rating* de cada debênture, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior, Correlações marcadas com um asterisco (\*) são estatisticamente significantes com 10% de significância, correlações marcadas com dois asteriscos (\*\*) são estatisticamente significantes com 5% de significância e correlações marcadas com três asteriscos (\*\*\*) são estatisticamente significantes com 1% de significância,

Fonte: Elaborada pelo autor,

Com base nos resultados apresentados na Tabela 3, pôde-se observar uma correlação positiva entre a quantidade de *covenants* e os níveis de governança corporativa. Esse resultado pode ser explicado considerando que o nível de governança corporativa atua de duas formas em relação a quantidade de *covenants* nos contratos, por um lado aumentando a resistência de inclusão de cláusulas restritivas (Rajan, 1992, Fields *et al.* 2012; Palhares *et al.* 2019) e por outro lado diminuindo (Konraht, 2017; Palhares *et al.*, 2019), causando um efeito não significativo na relação estudada.

Também foi possível verificar que a variável quantidade de *covenants* apresentou correlação positiva com as variáveis de controle rentabilidade, tamanho, *rating*, maturidade e montante. Importante salientar que o aumento dessas últimas variáveis enseja num aumento da exposição de risco do título, o que justificaria a maior quantidade de cláusulas restritivas incluídas. Já em relação as variáveis setor e alavancagem, observou-se correlação desprezível negativa.

Observou-se que as variáveis que medem o nível de governança da companhia possuem correlação positiva com as variáveis rentabilidade, tamanho, *rating*, maturidade e montante. Em relação as características das empresas, espera-se que empresas maiores e mais rentáveis divulguem mais informações ao mercado e tenham um gerenciamento de risco mais eficaz, o que poderia implicar num nível maior de governança corporativa. Em relação as características dos títulos, um aumento de *rating*, maturidade e montante são considerados como aumento de exposição de risco e que companhias com maior nível de governança corporativa possuem um melhor gerenciamento de risco.

Para detectar se há problemas de multicolinearidade, analisou-se a matriz de correlação de Pearson das variáveis e foi realizado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF), sugerindo não haver problemas entre as variáveis.

## 4.2. ANÁLISE DE REGRESSÃO

A partir dos modelos desenvolvidos na metodologia, os resultados obtidos são demonstrados e analisados nesta seção. A Tabela 4, a seguir, apresenta os resultados das estimações realizadas:

**TABELA 4: REGRESSÃO TOBIT E LOGIT COM ESTIMAÇÃO POR MÁXIMA VEROSSIMILHANÇA**

Regressões	Tobit		Regressão Linear Múltipla		Logit	
	Efeito Marginal		Efeito Marginal		Efeito Marginal	
Variável	cov		cov		deb	
igov	-0,2061		-3,1804		0,2145**	
ici		0,0887		3,3541		0,1876***
isci		-0,3567		-6,7483		-0,0213
gar	5,0787***	5,0762***	0,4443	0,3791		
bigfour	0,1424	0,1463	-1,0056	-1,1527	0,0489	0,0549
int	-0,5156	-0,5212	-0,7626	-1,2581	-0,0660	-0,0672
rat	-0,0457	-0,0461	-0,0944	-0,1048		
roe	0,0007	0,0009	-1,7219	-2,2537	0,0033	0,0032
alav	0,0073	0,0081	1,9491	2,1796	0,0145	0,0154
size	-0,0273	-0,0254	-0,7811	-0,7572	0,0648***	0,0631***
mat	-0,0775	-0,0790	0,3852	0,2447		
mon	1,1816***	1,1817***	-1,5473***	-1,5648***		
LR chi2	1546,64	1546,71			149,51	155,68
Prob > Chi2	0,0000	0,0000			0,0000	0,0000
Pseudo R2	31,37%	31,37%			26,42%	27,51%
Média VIF	3,99	3,96	3,99	3,96	1,26	1,55
Observações	690	690	99	99	690	690

A tabela demonstra os resultados da regressão tobit e linear múltipla tendo como variável dependente a quantidade de *covenants* nos contratos de debêntures e os resultados da regressão logit, tendo como variável dependente a emissão de debêntures no prazo estudado. A regressão tobit e linear múltipla fornecem estimativas dos modelos 1 e 2 e a regressão logit fornece estimativas dos modelos 3 e 4:

$$cov_{it} = \beta_0 + \beta_1 I_{gov_{it}} + \sum_{j=11} \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$cov_{it} = \beta_0 + \beta_1 I_{ci_{it}} + \beta_2 I_{sci_{it}} + \sum_{j=11} \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$deb_{it} = \beta_0 + \beta_1 I_{gov_{it}} + \sum_{j=7} \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$deb_{it} = \beta_0 + \beta_1 I_{ci_{it}} + \beta_2 I_{sci_{it}} + \sum_{j=7} \beta_j controle_{jit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Nas quais: deb = variável binária que assume valor 1 quando há emissão de debêntures e 0 nos demais casos; cov = quantidade de *covenants* em um contrato de debênture; igov = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o

---

total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; *ici* = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens de controle interno do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; *isci* = escala que varia de 0 a 1 em relação ao atendimento aos itens que não tem relação a controle interno do informe de governança corporativa, na medida que assume valor 1 quando ocorre o atendimento ao item e 0 nos demais casos, e ao final divide-se o total de itens atendidos pela companhia pelo total de itens aplicados; *size* = logaritmo natural do ativo total da empresa; *bigfour* = variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha sido auditada por uma *bigfour* e valor 0 nos demais casos; *roe* = lucro Líquido/PL; *set* = classificação da empresa no setor de atuação; *int* = variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha emitido um BDR e valor 0 nos demais casos; *alav* = dívida/ativo total; *mon* = logaritmo natural do valor total da emissão das debêntures; *gar* = variável binária que assume valor 1 se a debênture apresentar garantia real e 0 caso contrário; *mat* = prazo de vencimento do título em meses; *rat* = nota de *rating* de cada debênture, cujos valores variam de 1 até 20, sendo 1 a melhor nota e 20 a pior, Coeficientes marcados com um asterisco (\*) são estatisticamente significantes com 10% de significância, coeficientes marcados com dois asteriscos (\*\*) são estatisticamente significantes com 5% de significância e coeficientes marcados com três asteriscos (\*\*\*) são estatisticamente significantes com 1% de significância.

---

Fonte: elaborado pelo autor

A Tabela 4 apresenta os resultados da estimação do modelo Tobit, tendo como variável dependente a quantidade de *covenants* nos contratos de debêntures, e os resultados da estimação do modelo Logit, tendo como variável dependente a emissão de debêntures no prazo estudado.

Os resultados da regressão Tobit revelam um coeficiente estimado negativo para mensurar o efeito da governança geral na quantidade de *covenants*, no entanto esse efeito não é estatisticamente significativo. Tal achado indica que, em média, o índice de governança não exerce impacto no número de *covenants* estabelecidos.

Um resultado parecido é encontrado quando analisado o efeito separado para itens de controle interno, que apresenta efeito negativo nos itens de controle interno, e positivo nos itens de governança corporativa sem o controle interno. Esses coeficientes não se mostram estatisticamente significativos, evidenciando que nenhum dos dois tipos de governança atuam como determinantes dos *covenants*.

Conjuntamente, os achados sustentam a primeira hipótese da pesquisa (H1), que afirma que o nível de governança corporativa não influencia a quantidade de *covenants* em contratos de debêntures. Este resultado pode ser explicado

considerando que o nível de governança corporativa aumenta o comprometimento da companhia com a proteção de credores (Konraht, 2017; Palhares *et al.* 2019) e, por outro lado, atua como um dispositivo que substitui a inclusão de cláusulas restritivas nos contratos (Rajan, 1992; Fields *et al.* 2012; Palhares *et al.* 2019). Desse modo, se em alguns aspectos o nível de governança torna a companhia menos resistente na utilização de *covenants* e em outros mais resistente, observa-se que a soma desses fatores resulta em uma anulação de efeitos, assim como esperado. Assim, os achados dessa pesquisa contrariam tanto uma parte da literatura que espera efeitos positivos, quanto a outra, que espera efeitos negativos da governança nos *covenants*.

Além do mais, os resultados também revelam que as variáveis de controle explicativas garantia e montante são estatisticamente significantes, com 1% de significância, e impactam positivamente a variável de interesse quantidade de *covenants*. Ou seja, quanto maior o valor da debênture mais *covenants*, e o mesmo ocorre quando há garantias.

É possível que, em relação aos controles, o resultado esteja atrelado às características institucionais do Brasil, o qual fornece uma menor proteção dos credores quando comparados com países desenvolvidos, conforme Hong *et al.* (2016), exigindo mais *covenants* e garantias em seus contratos. O resultado também pode ser corroborado pelo argumento de Konraht e Soares (2020) de que é uma característica do Brasil a baixa disponibilidade de financiamentos de longo prazo, o que força a companhia a oferecer mais garantias para a captação de recursos.

Em relação ao montante, implica-se que quanto maior o valor das debêntures emitidas mais *covenants* são incluídos nos contratos, o que pode ser explicado pelo raciocínio de que quanto maior o valor da dívida contratada, maior é o potencial

prejuízo dos credores em caso de inadimplência (Konraht, 2017), o que estimularia a inclusão de *covenants* nos contratos.

Os resultados da estimação do modelo Logit revelam que as variáveis explicativas que medem o nível de governança da companhia, *igov* e *ici*, foram estatisticamente significantes, com 5% e 1% de significância, respectivamente, e impactaram de forma positiva a variável dependente, emissão de debêntures, o que indica que empresas com maior nível de Governança Corporativa possuem mais contratos de debêntures, confirmando a segunda hipótese dessa pesquisa (H2).

Esse resultado pode ser explicado visto que empresas com maiores níveis de governança corporativa possuem menores níveis de assimetria de informação entre os usuários (Courteau *et al.*, 2017), possuem uma melhor estrutura de controle interno (Heroux & Roussy, 2019) e implicam na salvaguarda da prosperidade do negócio (Bravo & Moreno, 2020), diminuindo a percepção de risco dos credores. Nesse contexto, pode-se evidenciar que empresas com maiores níveis de governança tendem captar mais recursos de terceiros via emissão de debentures.

Ao analisar as variáveis individualmente, observa-se que a variável governança corporativa que mede todos os itens do informe de governança corporativa e a variável governança corporativa de controles internos, que mede apenas 8 itens do informe que possuem relação com as políticas de controles internos da companhia, apresentam resultados significantes com a emissão de debêntures, ao contrário da variável que mede os itens de governança corporativa que não tem relação com controle interno. Sendo assim, é possível afirmar que os itens de governança corporativa correspondentes a controle interno são mais relevantes na emissão de debêntures do que os demais itens, ou seja, itens que se relacionam ao gerenciamento de riscos da companhia.

Em relação às variáveis de controle explicativas, os resultados revelam que o tamanho da empresa afeta a emissão de debentures. Esse resultado é estatisticamente significativo com 1% de significância. O resultado encontrado corrobora com os argumentos de Palhares *et al.* (2019) de que empresas de maior porte possuem uma menor expectativa de risco devido a uma maior estabilidade financeira e de Peixoto (2020) de que quanto maior a empresa maior o gerenciamento de riscos.

De modo geral, apesar da governança corporativa não influenciar significativamente a quantidade de *covenants* em contratos de debêntures, ela influencia positivamente a emissão de debêntures, demonstrando que quanto maior o nível de governança corporativa da companhia maior a tendência de realizar a captação de recursos de terceiros, que é a principal fonte de financiamento externo das companhias (Chava *et al.* 2019).

## Capítulo 5

### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo analisou a influência do nível de governança corporativa na quantidade de *covenants* e na emissão de debêntures, especificamente, que o nível de governança corporativa da companhia não afeta a quantidade de *covenants* em debêntures, entretanto, afeta positivamente a emissão de debêntures. A motivação para a realização dessa pesquisa foi centrada na busca por uma melhor compreensão acerca da utilização de *covenants* em um país emergente e com um ambiente de baixa proteção dos credores.

Os resultados dos testes realizados mostraram que o nível de governança corporativa não afeta significativamente a quantidade de *covenants* em debêntures emitidas por empresas de capital aberto na B<sup>3</sup>. Este resultado corrobora com a ambiguidade existente sobre a relação estudada, na qual alguns autores defendem que o efeito da governança corporativa na quantidade de *covenants* é positiva, pois aumenta o comprometimento da companhia com a proteção de credores tornando-a menos resistente na utilização de *covenants*, e outros autores defendem que é negativa, pois a governança corporativa pode atuar como um dispositivo que substitui a utilização de *covenants* tornando a companhia mais resistente na sua inclusão. Os resultados também mostraram que o nível de governança corporativa afeta positivamente a emissão de debêntures pelas companhias e que o tamanho da companhia também afeta positivamente a variável.

Assim sendo, apesar da governança corporativa não influenciar significativamente a quantidade de *covenants* em contratos de debêntures, ela é

primordial para as companhias que pretendem realizar captação de recursos de fontes externas, pois quanto maior o nível de governança corporativa da companhia maior a tendência de realizar a emissão de títulos de dívida.

Estes resultados contribuem para o estudo da utilização de *covenants* em países emergentes e de pouca proteção ao credor, lugares que carecem de maiores estudos sobre o tema. No campo da literatura nacional, essa pesquisa traz novas contribuições que complementam os estudos já realizados sobre o tema, principalmente, aqueles voltados ao mercado brasileiro.

Como contribuição prática, o estudo contribui para a melhoria das práticas de governança corporativa do Brasil, visto que é um fator determinante para a emissão de títulos para captação de recursos. Além disso, contribui com *insights* para investidores e agentes de estruturação de dívidas em relação à importância da governança corporativa no mercado de capital brasileiro.

A pesquisa está limitada pelo período de estudo, a partir do ano de 2018, período em que as companhias foram obrigadas a publicar o Informe de Governança Corporativa, conforme Instrução Normativa 586/2017 da CVM. Além disso, os dados estão limitados a empresas de capital aberto e as debêntures, considerando a publicidade de seus dados.

Em relação a futuras pesquisas, sugere-se estudar a utilização de *covenants* nos demais contratos de crédito além das debêntures, se houver uma base de dados disponível. Além do mais, pode-se estudar qual o comportamento da utilização de *covenants* antes e após o começo da divulgação de informações de governança corporativa pelas companhias.

## REFERÊNCIAS

- Bradley, M., & Roberts, M. R. (2015). The Structure and Pricing of Corporate Debt Covenants. *Quarterly Journal of Finance*, 5 (2)
- Bravo, F., & Moreno, E. (2020). Does *Compliance* with Corporate Governance Codes Help to Mitigate Financial Distress. *International Business and Finance*. doi: 10.1016/j.ribaf.2020.101344
- Chang, S. T., & Ross, D. (2016). Debt covenants and credit spread valuation: The special case of Chinese global bonds. *Global Finance Journal*. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.gfj.2016.05.004>.
- Chava, S., Fang, S., Kumar, P., & Prabhat, S. (2019) . Debt Covenants and Corporate Governance. *Annual Review of Financial Economics*, 11, 197–219.
- Courteau, L., Di Pietra, R., Giudici, P., and Melis, A. (2017): The role and effect of controlling shareholders in corporate governance. *Journal of Management & Governance*, 21 (3), 561-572. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9365-1>
- Demerjian, P. R. (2017). Uncertainty and debt *covenantcovenants*. *Springer Science Business Media New York*. <https://doi.org/10.1007/s11142-017-9409-z>.
- Duh, M. (2017). Corporate Governance Codes and their role in improving corporate governance practice. *Corporate Governance and Strategic Decision Making*. <https://doi.org/10.5772/intechopen.69707>
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *BBR Brazilian Business Review*, 10(1), 131–156.
- Fields, L. P., Fraser, D. R., & Subrahmanyam, A. (2012). Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance*, 36 (5), 1536-1547. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.12.016>
- Heroux, S., & Roussy, M. (2019). Three cases of *compliance* with governance regulation: an organizational learning perspective. *Journal of Management and Governance*. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09468-y>
- Hong, H. A., Hung, M., & Zhang, J. (2016) The Use of Debt *Covenants* Worldwide: Institutional Determinants and Implications on Financial Reporting. *Contemporary Accounting Research*, 33(2), 644–681. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12169>.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. (2018). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5. ed. São Paulo.
- Izquierdo, N. M. E., Garcia-Blandon, J., & Baum, C. F. (2020) Evaluating the impact of *compliance* with governance recommendations on firm performance: The case of

Spain. *International Journal of Finances & Economics*.  
<https://doi.org/10.1002/ijfe.1987>

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Konraht, J. M., & Soares, R. O. (2020). O duplo papel dos *covenants* contábeis na captação de dívida no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22 (1), 183-199.
- Konraht, J. M. (2017). Determinantes da Utilização dos *Covenants* Contábeis nas Debêntures Emitidas pelas Empresas Listadas na Bm&Fbovespa. Tese de Mestrado. (Mestrado em Contabilidade). Universidade Federal de Santa Catarina.
- Maia, H. A., Formigoni, H., & da Silva, A. A. (2012). Empresas de Auditoria e o Compliance com o Nível de Evidenciação Obrigatório Durante o Processo de Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(44).  
<http://dx.doi.org/10.7819/rbgn.v14i44.1047>.
- Mansi, S. A., Qi, Y., & Wald, J. K. (2020). Bond covenants, bankruptcy risk, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*.
- Manzanares, M. D. & Leal, R. P. C. (2021) The First Year of Mandatory Comply-or-Explain in Brazil. *Latin American Business Review*, 22(1), 1-32.  
<https://doi.org/10.1080/10978526.2020.1749844>
- Nini, G., Smith, D. C., & Sufi, A. (2012). Creditor control rights, corporate governance, and firm value. *Review of Financial Studies*, 25(6), 1713–1761.
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversidade do conselho de Administração e a estrutura de capital. *Revista de Administração de Empresas*, 58(6), 551-563.  
<http://dx.doi.org/10.1590/s0034-759020180604>.
- Palhares, C. M. G., do Carmo, C. H. S., Ferreira, M. P., & Ribeiro, A. M. (2019). Efeitos da concentração de propriedade e da estrutura do conselho de administração nos *covenants* de debêntures emitidas pelas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 13.
- Peixoto, D.O.M (2020). Diversidade de Gênero no Conselho de Administração e a Política de *Compliance*. Tese de Mestrado (Mestrado em Ciências Contábeis). Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino.
- Pittman, J., & Zhao, Y. (2020). Debt *Covenant* Restriction, Financial Misreporting, and Auditor Monitoring. *Contemporary Accounting Research*.  
<https://doi.org/10.1111/1911-3846.12579>.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and h's-Eeighth Debt. *The Journal of Finance*, 47 (4).

- Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lúcio, P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa*. 5. ed. São Paulo: McGraw Hill.
- Santos, E. S., Ponte, V. M. R., & Mapurunga, P. V. R. (2014). Adoção obrigatória do IFRS no Brasil (2010): índice de conformidade das empresas com a divulgação requerida e alguns fatores explicativos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 161-176. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200006>
- Shi, G., & Sun, J. (2014) Corporate Bond *CovenantCovenants* and Social Responsibility Investment. *Springer Science Business Media Dordrecht*. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2272-y>
- Smith, C. W.; & Warner, J. B. (1979). On financial contracting: An analysis of bond *covenantcovenants*. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 117-161.
- Taylor, P. (2013). What do we know about the role of financial reporting in debt contracting and debt covenants? *Accounting and Business Research*, 43(4), 386-417. doi: 10.1080/00014788.2013.798551
- Tobin, J. (1958). Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. *Source Econometria*, 26 (1), 24-36.
- Ullah, S., Ahmad, S.; Akbar, S., Kodwani, D., & Frecknall-Hughes, J. (2020). Governance disclosure quality and Market valuation of firms in UK and Germany. *International Journal of Finances & Economics*. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2053>

## APÊNDICE A

Princípio	Prática Recomendada
<b>1.1 Estrutura Acionária</b>	1.1.1 O capital social da companhia deve ser composto apenas por ações ordinárias.
<b>1.2 Acordos de Acionistas</b>	1.2.1 Os acordos de acionistas não devem vincular o exercício do direito de voto de nenhum administrador ou membro dos órgãos de fiscalização e controle.
<b>1.3 Assembleia Geral</b>	1.3.1 A diretoria deve utilizar a assembleia para comunicar a condução dos negócios da companhia, pelo que a administração deve publicar um manual visando facilitar e estimular a participação nas assembleias gerais.
	1.3.2 As atas devem permitir o pleno entendimento das discussões havidas na assembleia, ainda que lavradas em forma de sumário de fatos ocorridos, e trazer a identificação dos votos proferidos pelos acionistas.
<b>1.4 Medidas de Defesa</b>	1.4.1 O conselho de administração deve fazer uma análise crítica das vantagens e desvantagens da medida de defesa e de suas características e, sobretudo, dos gatilhos de acionamento e parâmetros de preço, se aplicáveis, explicando-as.
	1.4.2 Não devem ser utilizadas cláusulas que inviabilizem a remoção da medida do estatuto social, as chamadas 'cláusulas pétreas'.
	1.4.3 Caso o estatuto determine a realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA) sempre que um acionista ou grupo de acionistas atingir, de forma direta ou indireta, participação relevante no capital votante, a regra de determinação do preço da oferta não deve impor acréscimos de prêmios substancialmente acima do valor econômico ou de mercado das ações.
<b>1.5 Mudança de Controle</b>	1.5.1 O estatuto da companhia deve estabelecer que: (i) transações em que se configure a alienação, direta ou indireta, do controle acionário devem ser acompanhadas de oferta pública de aquisição de ações (OPA) dirigida a todos os acionistas, pelo mesmo preço e condições obtidos pelo acionista vendedor; (ii) os administradores devem se manifestar sobre os termos e condições de reorganizações societárias, aumentos de capital e outras transações que derem origem à mudança de controle, e consignar se elas asseguram tratamento justo e equitativo aos acionistas da companhia.
<b>1.6 Manifestação da Administração nas OPAs</b>	1.6.1 O estatuto social deve prever que o conselho de administração dê seu parecer em relação a qualquer OPA tendo por objeto ações ou valores mobiliários conversíveis ou permutáveis por ações de emissão da companhia, o qual deverá conter, entre outras informações relevantes, a opinião da administração sobre eventual aceitação da OPA e sobre o valor econômico da companhia.
<b>1.7 Política de Destinação de Resultados</b>	1.7.1 A companhia deve elaborar e divulgar política de destinação de resultados definida pelo conselho de administração. Entre outros aspectos, tal política deve prever a periodicidade de pagamentos de dividendos e o parâmetro de referência a ser utilizado para a definição do respectivo montante (percentuais do lucro líquido ajustado e do fluxo de caixa livre, entre outros).
<b>1.8 Sociedades de Economia Mista</b>	1.8.1 O estatuto social deve identificar clara e precisamente o interesse público que justificou a criação da sociedade de economia mista, em capítulo específico.
	1.8.2 O conselho de administração deve monitorar as atividades da companhia e controles internos para apuração dos eventuais custos do atendimento do interesse público e eventual ressarcimento da companhia ou dos demais acionistas e investidores pelo acionista controlador.
<b>2.1 Atribuições</b>	2.1.1 O conselho de administração deve, sem prejuízo de outras atribuições legais, estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (i) definir as estratégias de negócios, considerando os impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente, visando a perenidade da companhia e a criação de valor no longo prazo; (ii) avaliar periodicamente a exposição da companhia a riscos e a eficácia dos sistemas de gerenciamento de riscos, dos controles internos e do sistema de integridade/conformidade (compliance) e aprovar uma política de gestão de riscos compatível com as estratégias de negócios; (iii) definir os valores e princípios éticos da companhia e zelar pela manutenção da transparência do emissor no relacionamento com todas as partes interessadas; (iv) rever anualmente o sistema de governança corporativa, visando a aprimorá-lo.
<b>2.2 Composição do Conselho de Administração</b>	2.2.1 O estatuto social deve estabelecer que: (i) o conselho de administração seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes; (ii) o conselho de administração deve avaliar e divulgar anualmente quem são os conselheiros independentes, bem como indicar e justificar quaisquer circunstâncias que possam comprometer sua independência.

	2.2.2 O conselho de administração deve aprovar uma política de indicação que estabeleça: (i) o processo para a indicação dos membros do conselho de administração, incluindo a indicação da participação de outros órgãos da companhia no referido processo; (ii) que o conselho de administração deve ser composto tendo em vista a disponibilidade de tempo de seus membros para o exercício de suas funções e a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero.
<b>2.3 Presidente do Conselho</b>	2.3.1 O diretor-presidente não deve acumular o cargo de presidente do conselho de administração.
<b>2.4 Avaliação do Conselho e dos Conselheiros</b>	2.4.1 A companhia deve implementar um processo anual de avaliação do desempenho do conselho de administração e de seus comitês, como órgãos colegiados, do presidente do conselho de administração, dos conselheiros, individualmente considerados, e da secretaria de governança, caso existente.
<b>2.5 Planejamento da Sucessão</b>	2.5.1 O conselho de administração deve aprovar e manter atualizado um plano de sucessão do diretor-presidente, cuja elaboração deve ser coordenada pelo presidente do conselho de administração.
<b>2.6 Integração de Novos Conselheiros</b>	2.6.1 A companhia deve ter um programa de integração dos novos membros do conselho de administração, previamente estruturado, para que os referidos membros sejam apresentados às pessoas-chave da companhia e às suas instalações e no qual sejam abordados temas essenciais para o entendimento do negócio da companhia.
<b>2.7 Remuneração dos Conselheiros de Administração</b>	2.7.1 A remuneração dos membros do conselho de administração deve ser proporcional às atribuições, responsabilidades e demanda de tempo. Não deve haver remuneração baseada em participação em reuniões, e a remuneração variável dos conselheiros, se houver, não deve ser atrelada a resultados de curto prazo.
<b>2.8 Regimento Interno do Conselho de Administração</b>	2.8.1 O conselho de administração deve ter um regimento interno que normatize suas responsabilidades, atribuições e regras de funcionamento, incluindo: (i) as atribuições do presidente do conselho de administração; (ii) as regras de substituição do presidente do conselho em sua ausência ou vacância; (iii) as medidas a serem adotadas em situações de conflito de interesses; e (iv) a definição de prazo de antecedência suficiente para o recebimento dos materiais para discussão nas reuniões, com a adequada profundidade.
<b>2.9 Reuniões do Conselho de Administração</b>	2.9.1 O conselho de administração deve definir um calendário anual com as datas das reuniões ordinárias, que não devem ser inferiores a seis nem superiores a doze, além de convocar reuniões extraordinárias, sempre que necessário. O referido calendário deve prever uma agenda anual temática com assuntos relevantes e datas de discussão. 2.9.2 As reuniões do conselho devem prever regularmente sessões exclusivas para conselheiros externos, sem a presença dos executivos e demais convidados, para alinhamento dos conselheiros externos e discussão de temas que possam criar constrangimento. 2.9.3 As atas de reunião do conselho devem ser redigidas com clareza e registrar as decisões tomadas, as pessoas presentes, os votos divergentes e as abstenções de voto.
<b>3.1 Atribuições</b>	3.1.1 A diretoria deve, sem prejuízo de suas atribuições legais e estatutárias e de outras práticas previstas no Código: (i) executar a política de gestão de riscos e, sempre que necessário, propor ao conselho eventuais necessidades de revisão dessa política, em função de alterações nos riscos a que a companhia está exposta; (ii) implementar e manter mecanismos, processos e programas eficazes de monitoramento e divulgação do desempenho financeiro e operacional e dos impactos das atividades da companhia na sociedade e no meio ambiente. 3.1.2 A diretoria deve ter um regimento interno próprio que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.
<b>3.2 Indicação dos Diretores</b>	3.2.1 Não deve existir reserva de cargos de diretoria ou posições gerenciais para indicação direta por acionistas.
<b>3.3 Avaliação do Diretor-Presidente e da Diretoria</b>	3.3.1 O diretor-presidente deve ser avaliado, anualmente, em processo formal conduzido pelo conselho de administração, com base na verificação do atingimento das metas de desempenho financeiro e não financeiro estabelecidas pelo conselho de administração para a companhia. 3.3.2 Os resultados da avaliação dos demais diretores, incluindo as proposições do diretor-presidente quanto a metas a serem acordadas e à permanência, à promoção ou ao desligamento dos executivos nos respectivos cargos, devem ser apresentados, analisados, discutidos e aprovados em reunião do conselho de administração.
<b>3.4 Remuneração da Diretoria</b>	3.4.1 A remuneração da diretoria deve ser fixada por meio de uma política de remuneração aprovada pelo conselho de administração por meio de um procedimento formal e transparente que considere os custos e os riscos envolvidos.

	<p>3.4.2 A remuneração da diretoria deve estar vinculada a resultados, com metas de médio e longo prazos relacionadas de forma clara e objetiva à geração de valor econômico para a companhia no longo prazo.</p> <p>3.4.3 A estrutura de incentivos deve estar alinhada aos limites de risco definidos pelo conselho de administração e vedar que uma mesma pessoa controle o processo decisório e a sua respectiva fiscalização. Ninguém deve deliberar sobre sua própria remuneração.</p>
<b>4.1 Comitê de Auditoria</b>	<p>4.1.1 O comitê de auditoria estatutário deve: (i) ter entre suas atribuições a de assessorar o conselho de administração no monitoramento e controle da qualidade das demonstrações financeiras, nos controles internos, no gerenciamento de riscos e compliance; (ii) ser formado em sua maioria por membros independentes e coordenado por um conselheiro independente; (iii) ter ao menos um de seus membros independentes com experiência comprovada na área contábil-societária, de controles internos, financeira e de auditoria, cumulativamente; e (iv) possuir orçamento próprio para a contratação de consultores para assuntos contábeis, jurídicos ou outros temas, quando necessária a opinião de um especialista externo.</p>
<b>4.2 Conselho Fiscal</b>	<p>4.2.1 O conselho fiscal deve ter um regimento interno próprio que descreva sua estrutura, seu funcionamento, programa de trabalho, seus papéis e responsabilidades, sem criar embaraço à atuação individual de seus membros.</p> <p>4.2.2 As atas das reuniões do conselho fiscal devem observar as mesmas regras de divulgação das atas do conselho de administração.</p>
<b>4.3 Auditoria Independente</b>	<p>4.3.1 A companhia deve estabelecer uma política para contratação de serviços extra-auditoria de seus auditores independentes, aprovada pelo conselho de administração, que proíba a contratação de serviços extra-auditoria que possam comprometer a independência dos auditores. A companhia não deve contratar como auditor independente quem tenha prestado serviços de auditoria interna para a companhia há menos de três anos.</p> <p>4.3.2 A equipe de auditoria independente deve reportar-se ao conselho de administração, por meio do comitê de auditoria, se existente. O comitê de auditoria deverá monitorar a efetividade do trabalho dos auditores independentes, assim como sua independência. Deve, ainda, avaliar e discutir o plano anual de trabalho do auditor independente e encaminhá-lo para a apreciação do conselho de administração.</p>
<b>4.4 Auditoria Interna</b>	<p>4.4.1 A companhia deve ter uma área de auditoria interna vinculada diretamente ao conselho de administração.</p> <p>4.4.2 Em caso de terceirização dessa atividade, os serviços de auditoria interna não devem ser exercidos pela mesma empresa que presta serviços de auditoria das demonstrações financeiras. A companhia não deve contratar para auditoria interna quem tenha prestado serviços de auditoria independente para a companhia há menos de três anos.</p>
<b>4.5 Gerenciamento de Riscos, Controles Internos e Integridade/Conformidade (Compliance)</b>	<p>4.5.1 A companhia deve adotar política de gerenciamento de riscos, aprovada pelo conselho de administração, que inclua a definição dos riscos para os quais se busca proteção, os instrumentos utilizados para tanto, a estrutura organizacional para gerenciamento de riscos, a avaliação da adequação da estrutura operacional e de controles internos na verificação da sua efetividade, além de definir diretrizes para o estabelecimento dos limites aceitáveis para a exposição da companhia a esses riscos.</p> <p>4.5.2 Cabe ao conselho de administração zelar para que a diretoria possua mecanismos e controles internos para conhecer, avaliar e controlar os riscos, a fim de mantê-los em níveis compatíveis com os limites fixados, incluindo programa de integridade/conformidade (compliance) visando o cumprimento de leis, regulamentos e normas externas e internas.</p> <p>4.5.3 A diretoria deve avaliar, pelo menos anualmente, a eficácia das políticas e dos sistemas de gerenciamento de riscos e de controles internos, bem como do programa de integridade/conformidade (compliance) e prestar contas ao conselho de administração sobre essa avaliação.</p>
<b>5.1 Código de Conduta e Canal de Denúncias</b>	<p>5.1.1 A companhia deve ter um comitê de conduta, dotado de independência e autonomia e vinculado diretamente ao conselho de administração, encarregado de implementação, disseminação, treinamento, revisão e atualização do código de conduta e do canal de denúncias, bem como da condução de apurações e propositura de medidas corretivas relativas às infrações ao código de conduta.</p>

	<p>5.1.2 O código de conduta, elaborado pela diretoria, com apoio do comitê de conduta, e aprovado pelo conselho de administração, deve: (i) disciplinar as relações internas e externas da companhia, expressando o comprometimento esperado da companhia, de seus conselheiros, diretores, acionistas, colaboradores, fornecedores e partes interessadas com a adoção de padrões adequados de conduta; (ii) administrar conflitos de interesses e prever a abstenção do membro do conselho de administração, do comitê de auditoria ou do comitê de conduta, se houver, que, conforme o caso, estiver conflitado; (iii) definir, com clareza, o escopo e a abrangência das ações destinadas a apurar a ocorrência de situações compreendidas como realizadas com o uso de informação privilegiada (por exemplo, utilização da informação privilegiada para finalidades comerciais ou para obtenção de vantagens na negociação de valores mobiliários); (iv) estabelecer que os princípios éticos fundamentem a negociação de contratos, acordos, propostas de alteração do estatuto social, bem como as políticas que orientam toda a companhia, e estabelecer um valor máximo dos bens ou serviços de terceiros que administradores e colaboradores possam aceitar de forma gratuita ou favorecida.</p> <p>5.1.3 O canal de denúncias deve ser dotado de independência, autonomia e imparcialidade, operando diretrizes de funcionamento definidas pela diretoria e aprovadas pelo conselho de administração. Deve ser operado de forma independente e imparcial, e garantir o anonimato de seus usuários, além de promover, de forma tempestiva, as apurações e providências necessárias. Este serviço pode ficar a cargo de um terceiro de reconhecida capacidade.</p>
<p><b>5.2 Conflito de Interesses</b></p>	<p>5.2.1 As regras de governança da companhia devem zelar pela separação e definição clara de funções, papéis e responsabilidades associados aos mandatos de todos os agentes de governança. Devem ainda ser definidas as alçadas de decisão de cada instância, com o objetivo de minimizar possíveis focos de conflitos de interesses.</p> <p>5.2.2 As regras de governança da companhia devem ser tornadas públicas e determinar que a pessoa que não é independente em relação à matéria em discussão ou deliberação nos órgãos de administração ou fiscalização da companhia deve manifestar, tempestivamente, seu conflito de interesses ou interesse particular. Caso não o faça, essas regras devem prever que outra pessoa manifeste o conflito, caso dele tenha ciência, e que, tão logo identificado o conflito de interesses em relação a um tema específico, a pessoa envolvida se afaste, inclusive fisicamente, das discussões e deliberações. As regras devem prever que esse afastamento temporário seja registrado em ata.</p> <p>5.2.3 A companhia deve ter mecanismos de administração de conflitos de interesses nas votações submetidas à assembleia geral, para receber e processar alegações de conflitos de interesses, e de anulação de votos proferidos em conflito, ainda que posteriormente ao conclave.</p>
<p><b>5.3 Transações com Partes Relacionadas</b></p>	<p>5.3.1 O estatuto social deve definir quais transações com partes relacionadas devem ser aprovadas pelo conselho de administração, com a exclusão de eventuais membros com interesses potencialmente conflitantes.</p> <p>5.3.2 O conselho de administração deve aprovar e implementar uma política de transações com partes relacionadas, que inclua, entre outras regras: (i) previsão de que, previamente à aprovação de transações específicas ou diretrizes para a contratação de transações, o conselho de administração solicite à diretoria alternativas de mercado à transação com partes relacionadas em questão, ajustadas pelos fatores de risco envolvidos; (ii) vedação a formas de remuneração de assessores, consultores ou intermediários que gerem conflito de interesses com a companhia, os administradores, os acionistas ou classes de acionistas; (iii) proibição a empréstimos em favor do controlador e dos administradores; (iv) as hipóteses de transações com partes relacionadas que devem ser embasadas por laudos de avaliação independentes, elaborados sem a participação de nenhuma parte envolvida na operação em questão, seja ela banco, advogado, empresa de consultoria especializada, entre outros, com base em premissas realistas e informações referendadas por terceiros; (v) que reestruturações societárias envolvendo partes relacionadas devem assegurar tratamento equitativo para todos os acionistas.</p>
<p><b>5.4 Política de Negociação de Valores Mobiliários</b></p>	<p>5.4.1 A companhia deve adotar, por deliberação do conselho de administração, uma política de negociação de valores mobiliários de sua emissão, que, sem prejuízo do atendimento às regras estabelecidas pela regulamentação da CVM, estabeleça controles que viabilizem o monitoramento das negociações realizadas, bem como a apuração e punição dos responsáveis em caso de descumprimento da política.</p>
<p><b>5.5 Política sobre Contribuições e Doações</b></p>	<p>5.5.1 No intuito de assegurar maior transparência quanto à utilização dos recursos da companhia, deve ser elaborada política sobre suas contribuições voluntárias, inclusive aquelas relacionadas às atividades políticas, a ser aprovada pelo conselho de administração e executada pela diretoria, contendo princípios e regras claros e objetivos.</p>

	5.5.2 A política deve prever que o conselho de administração seja o órgão responsável pela aprovação de todos os desembolsos relacionados às atividades políticas.
	5.5.3 A política sobre contribuições voluntárias das companhias controladas pelo Estado, ou que tenham relações comerciais reiteradas e relevantes com o Estado, deve vedar contribuições ou doações a partidos políticos ou pessoas a eles ligadas, ainda que permitidas por lei.

Quadro 2: Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa

Dados: Fontes da pesquisa