



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E**  
**CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE**  
**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**FRANCISCO IVANDER AMADO BORGES ALVES**

**ESTRUTURA DE CAPITAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA**  
**ANÁLISE DA EMPRESA BRASILEIRA**

**FORTALEZA**

**2018**

FRANCISCO IVANDER AMADO BORGES ALVES

ESTRUTURA DE CAPITAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA  
ANÁLISE DA EMPRESA BRASILEIRA

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo

FORTALEZA

2018

---

A479e Alves, Francisco Ivander Amado Borges.  
Estrutura de capital e governança corporativa: uma análise da empresa brasileira / Francisco Ivander Amado Borges Alves. – 2018.  
65 f. : il.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Ciências Contábeis, Fortaleza, 2018.  
Orientação: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo.

1. Estrutura de capital. 2. Governança corporativa. 3. Ações. 4. Endividamento. 5. Brasil. I.  
Título.

CDD 657

---

FRANCISCO IVANDER AMADO BORGES ALVES

ESTRUTURA DE CAPITAL E GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA  
ANÁLISE DA EMPRESA BRASILEIRA

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis do Departamento de Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovada em: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_\_\_.

BANCA EXAMINADORA

_____ Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo (Orientador) Universidade Federal do Ceará (UFC)	_____ Nota
_____ Prof. Dra. Célia Maria Braga Carneiro Universidade Federal do Ceará (UFC)	_____ Nota
_____ Prof. Dr. Hugo Santana de Figueirêdo Junior Universidade Federal do Ceará (UFC)	_____ Nota

A Deus.

Aos meus pais.

## AGRADECIMENTOS

À Deus pela vida, por tantas graças, pelos desafios e, principalmente, por sua imensa misericórdia para com todos nós.

Aos meus pais, Ivanisio e Francisca de Sousa. Aos meus irmãos: Ivanildo, Evandro, Vinicius e Chêrline. E a todos os demais parentes.

A Universidade Federal do Ceará (UFC), através de seu corpo gestor e suas proreitorias, em especial à PRAE, por toda a assistência, qualidade do ensino e preocupação com a permanência e formação de cada estudante de seu corpo discente.

Ao Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo, pela excelente orientação durante todo o processo que culminou nessa monografia.

Aos professores participantes da banca examinadora, Dra. Célia Maria Braga Carneiro e Dr. Hugo Santana de Figueirêdo Junior, pelo tempo, pelas valiosas colaborações e sugestões.

Aos demais professores do Departamento de Contabilidade da UFC, por todo o aprendizado e exemplo de humanidade.

Aos colegas das turmas que frequentei durante esta graduação. Em especial aos colegas integrantes e ex-integrantes do PET Contábeis.

Aos amigos de outros cursos que cultivei durante esta formação, em especial aos moradores da Residência Estudantil Universitária 125, os quais eu homenageio citando os nomes dos meus colegas de apartamento Jackson Samuel e Jetulho.

E aos meus estimados conterrâneos varzealegrenses, irmãos gentis que tanto orgulham nossa cidade.

## RESUMO

As organizações planejam uma série de projetos de investimento, tanto para modernizá-las como para expandir sua atividade, contudo há um empecilho relacionado com a quantidade limitada de recursos disponíveis no mercado. A governança corporativa apresenta-se como um conjunto de mecanismos que reduziria os conflitos nas empresas e ampliaria a confiança dos credores, facilitando assim o acesso das empresas aos recursos externos – dívida e emissão de ação. O objetivo desta pesquisa é analisar se a governança corporativa é capaz de interferir na capacidade de obtenção de recursos externos da empresa brasileira. Foram coletados dados de 383 empresas listadas na B3 no período de 2001 a 2015, totalizando 2851 observações. Para a análise foram empregadas técnicas quantitativas: estatística descritiva, testes de comparação de média, regressão linear estimada por Mínimos Quadrados Generalizados para painel e regressão logit. Os achados da pesquisa indicam que a governança corporativa tem um efeito negativo sobre o endividamento de curto prazo e positivo sobre o endividamento de longo prazo. A emissão de ação é influenciada positivamente pela governança corporativa. O endividamento de curto prazo é influenciado positivamente pelas expectativas de crescimento e, é influenciado negativamente pelo tamanho, pela tangibilidade e pelo fluxo de caixa. O endividamento de longo prazo é influenciado positivamente pelo tamanho, pela tangibilidade e pelas expectativas de crescimento, sendo influenciado negativamente pelo fluxo de caixa. O endividamento total é influenciado pelo tamanho e pela tangibilidade, sendo influenciado negativamente pelo fluxo de caixa. A emissão de ações é afetada positivamente pelo tamanho, pelas expectativas de crescimento e pelo fluxo de caixa. As organizações que adotam voluntariamente boas práticas de governança corporativa sinalizam ao mercado e aos *stakeholders* confiabilidade e segurança, reduzindo os problemas de agência e o custo associado às falhas informacionais, proporcionando às empresas o acesso facilitado aos financiamentos a menores taxas e a prospecção de investidores do mercado acionário.

**Palavras-chave:** Estrutura de capital. Governança corporativa. Ações. Endividamento. Brasil.

## ABSTRACT

The organizations plan a series of investment projects, both to modernize them and to expand their activity. However, there is an obstacle related to the limited amount of resources available in the market, corporate governance presents itself as a set of mechanisms that would reduce conflicts in the companies and increase the confidence of the creditors, thus facilitating the companies access to external resources - debt and share issuance. The objective of this research is to analyze whether corporate governance is capable of interfering in the ability of the Brazilian company to obtain external resources. Data were collected from 383 companies listed in the B3 from 2001 to 2015, totaling 2851 observations. Quantitative techniques were used for the analysis: descriptive statistics, mean comparison tests, linear regression estimated by Generalized Least Squares for panel and logit regression. The research findings indicate that corporate governance has a negative effect on short-term and positive indebtedness over long-term indebtedness. The issue of shares is positively influenced by corporate governance. Short-term debt is positively influenced by growth expectations and is negatively influenced by size, tangibility and cash flow. Long-term indebtedness is positively influenced by size, tangibility and growth expectations, being negatively influenced by cash flow. Total indebtedness is influenced by size and tangibility, and is negatively influenced by cash flow. The issue of shares is positively affected by size, growth expectations and cash flow. Organizations that voluntarily adopt good corporate governance practices signal to the market and stakeholders about reliability and security, reducing agency problems and the cost associated with information failures, providing companies with easier access to lower financing rate and prospecting stock market.

**Keywords:** Capital structure. Corporate governance. Actions. Indebtedness. Brazil.



## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Falhas de mercado.....	17
Figura 2 – Representação gráfica entre valor de mercado e endividamento, benefícios e custos de dificuldades financeiras associados. ....	20
Figura 3 – Hierarquia das fontes de financiamento.....	21

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Proposições para a irrelevância da estrutura de capital.....	19
Quadro 2 – Constatações do comportamento de <i>Market timing</i> . .....	23
Quadro 3 – Variáveis da pesquisa, métrica e relação esperada. ....	35
Quadro 4 – Resumo relações esperadas e encontradas na pesquisa. ....	49

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Distribuição da amostra entre os setores da economia. ....	39
Tabela 2 – Distribuição da amostra ao longo dos anos de análise. ....	40
Tabela 3 – Distribuição da amostra por segmento de governança corporativa. ....	40
Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis da pesquisa. ....	41
Tabela 5 – Endividamento por segmento de governança corporativa. ....	42
Tabela 6 – Emissão e não emissão de ação por segmento de governança corporativa. ....	43
Tabela 7 – Comparação de médias de endividamento por nível de governança. ....	44
Tabela 8 – Comparação de médias por <i>dummy</i> governança corporativa. ....	44
Tabela 9 – Correlação das variáveis da pesquisa. ....	45
Tabela 10 - Estimação de modelos referentes às variáveis de endividamento. ....	46
Tabela 11 - Estimação de modelo para emissão de ação - ACOES. ....	48

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO .....	16
2.1 Estrutura de capital .....	16
2.1.1 <i>Assimetria informacional</i> .....	16
2.1.2 <i>Irrelevância da estrutura de capital</i> .....	18
2.1.3 <i>Teoria Trade-off</i> .....	19
2.1.4 <i>Teoria Pecking Order</i> .....	21
2.1.5 <i>Market timing</i> .....	21
2.2 Governança corporativa.....	24
2.2.1 <i>Aspectos conceituais</i> .....	24
2.2.2 <i>Mecanismos de governança corporativa</i> .....	26
2.3 Governança corporativa e estrutura de capital .....	29
3 METODOLOGIA.....	34
3.1 Caracterização da pesquisa.....	34
3.2 Modelos e variáveis .....	35
3.3 Descrição da amostra.....	37
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO .....	39
4.1 Estatística descritiva das variáveis descritivas da pesquisa.....	39
4.2 Comparação das empresas brasileiras por segmento de governança .....	43
4.3 Estimação dos modelos por Mínimos Quadrados Generalizados para painel.....	45
4.4 Regressão logit .....	47
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	50
REFERÊNCIAS .....	52

## 1 INTRODUÇÃO

As finanças empresariais tratam de temas que repercutem na continuidade e análise da sustentabilidade econômico-financeira das organizações. A estrutura de capital é um destes temas, uma vez que consiste na composição das fontes de financiamento das entidades e da distribuição entre a quantidade de recursos próprios e de terceiros.

As organizações planejam uma série de projetos de investimento, tanto para modernizá-las como para expandir sua atividade. Contudo há um empecilho relacionado com a quantidade limitada de recursos disponíveis no mercado (KIRCH; PROCIANOY; TERRA, 2014). As empresas necessitam avaliar seus projetos quanto à viabilidade de recursos para financiá-los, o que, num cenário menos favorável, pode levá-las a abdicar de certos projetos em favor de outros que demandem menos recursos (CRISÓSTOMO, 2011).

As organizações trabalham sua estrutura de capital considerando a disponibilidade de recursos internos – *cash flow* – e a possibilidade de captação de recursos externos – endividamento e emissão de ação –. Para a obtenção de recursos externos, as entidades necessitam passar maior confiança aos investidores e credores. Sob esta perspectiva, o sistema de governança corporativa pretende ser capaz de transmitir ao mercado e ao conjunto de *stakeholders* uma mensagem positiva sobre a qualidade da gestão, sinalizando que a entidade é um ambiente seguro (CRISÓSTOMO, 2011; VIEIRA, 2011; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Este trabalho é oportuno na medida em que investiga a relação entre a governança corporativa e a capacidade da empresa para acessar distintas fontes de financiamento externo. Mesmo diante da existência de literatura que investigou aspectos da governança sobre a estrutura de capital, este trabalho pretende contribuir com a literatura do tema, na medida em que amplia a análise ao considerar diferentes tipos de recursos externos – endividamento de curto prazo, endividamento de longo prazo, endividamento total e emissão de ação –; além de não considerar apenas um aspecto da governança corporativa, e sim considerar um conjunto de indicadores de boas práticas de governança – os segmentos diferenciados. O trabalho pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: Qual influencia da governança corporativa na capacidade de captação de recursos externos da empresa brasileira?

Para responder ao problema da pesquisa, definiu-se o seguinte objetivo geral: Analisar se a governança corporativa é capaz de interferir na capacidade de obtenção de recursos externos da empresa brasileira. Dois objetivos específicos são propostos:

1. Analisar a relação entre governança corporativa e o acesso à dívida;
2. Analisar a relação entre governança corporativa e a obtenção de recursos através da emissão de ação.

O trabalho está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução. A seção dois é dedicada ao referencial teórico orientador da pesquisa e estudos anteriores relacionados ao tema. Na terceira seção são descritos os aspectos metodológicos para alcançar o objetivo do estudo e responder ao problema de pesquisa. Na seção seguinte são apresentados os resultados encontrados. Por fim, na última seção são apresentadas as principais conclusões.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção é apresentada a fundamentação teórica deste trabalho em três subseções. Na primeira delas será discorrido sobre o tema estrutura de capital, em que serão apresentadas as principais teorias de explicação da composição da estrutura de capital nas organizações (Irrelevância de Modigliani e Miller, *Trade-off*, *Pecking order*, *Market Timing*). Em seguida será discorrido sobre a governança corporativa, sendo tratado o conflito de agência, as medidas para reduzir este conflito dentro das organizações e os mercados diferenciados de governança corporativa (como uma medida de maior confiabilidade para os diversos usuários externos e o mercado de forma geral). Por fim, apresentam-se as hipóteses de pesquisa.

### 2.1 Estrutura de capital

A estrutura de capital é compreendida como a combinação entre capital próprio e recursos de terceiros de modo a otimizar-se a utilização de fontes de financiamento (SCHROEDER, CLARK, CATHEY, 2005). Assim, a estrutura de capital pode ser considerada como a composição e distribuição das fontes financiadoras das entidades, considerando-se a quantidade de recursos próprios e de terceiros.

As organizações buscam obter recursos que promovam o maior benefício entre custo e a utilidade. De fato, a empresa visa sempre dispor de uma carteira de projetos a serem desenvolvidos. Por outro lado, a oferta de crédito disponível nem sempre é suficiente para financiar todos os projetos da empresa. Dessa forma, as empresas necessitam avaliar seus projetos quanto à viabilidade de recursos para financiá-los, o que num cenário desfavorável pode levá-las a abdicar de alguns projetos devido à escassez de fundos para financiá-los, o que é caracterizado como subinvestimento (CRISÓSTOMO, 2011).

O ajuste da composição das fontes de financiamento é objeto de análise das pesquisas sobre estrutura de capital. Dentre estes estudos há os que verificaram se a estrutura de capital de uma organização influencia no valor dela própria ou as pesquisas que verificam como ocorre esse ajuste – se há alguma preferência –, e as que verificam os fatores que influenciam a estrutura de capital das entidades. A partir dessas pesquisas, foram propostas teorias que buscam explicar as decisões relacionadas à estrutura de capital: como a irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller, a teoria *Trade-off*, a teoria *Pecking Order*, *Market Timing*.

#### 2.1.1 Assimetria informacional

Um tema recorrente nas pesquisas em Finanças corporativas é a assimetria informacional, uma vez que é uma das falhas de mercado usada para fundamentar teorias

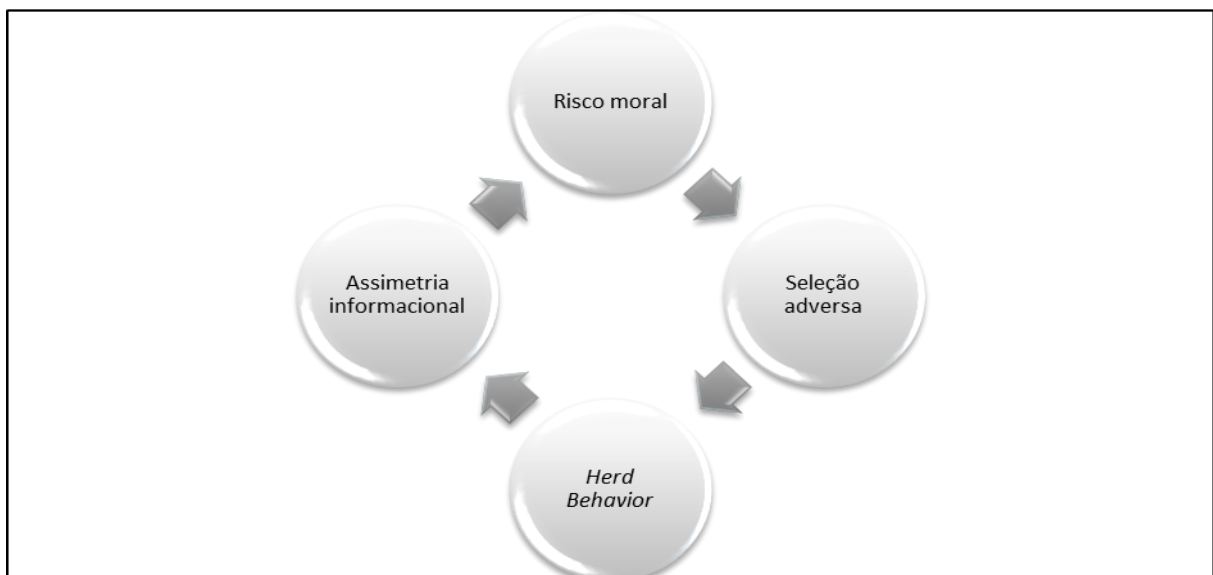
financeiras – inclusive as teorias da estrutura de capital. A assimetria informacional preceitua a existência de um desequilíbrio de informações entre as partes, onde uma detém mais informações do que a outra (AKERLOF, 1970).

A inexistência de assimetria informacional possibilitaria aos participantes do mercado dispor de todas as informações sobre os títulos, não havendo assim vantagem em razão de nível privilegiado informacional. Contudo a proposição de inexistência de assimetria informacional não é verificada na prática (FAMA, 1970).

Akerlof (1970) investigou a assimetria informacional ilustrando o exemplo do mercado dos ‘limões’ – expressão americana para ‘mercado de carros ruins’-. Neste mercado, algumas observações devem ser consideradas: há no mercado carros de boa qualidade e carros de qualidade inferior e o comprador não sabe quais os carros que são ‘limões’, diferente dos vendedores que detêm esta informação, assim há um desnível informacional.

Quando o mercado é marcado pela assimetria informacional, os compradores irão exigir um prêmio para o risco de adquirir um carro de menor qualidade, havendo uma disposição dos vendedores de carros ruins em conceder este benefício. Numa análise extensiva, esta prática está desestimulando a venda de produtos de qualidade, uma vez que os vendedores de tais produtos não estão dispostos a reduzir suas margens em decorrência da existência vendedores de produtos de menor qualidade, os quais concederiam este bônus (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2011). A assimetria informacional é uma das falhas de mercado, como o risco moral, a seleção adversa e o *herd behavior* (Figura 3).

Figura 1 – Falhas de mercado



Fonte: Elaborado pelo autor.



O risco moral é verificado em situações nas quais uma parte é menos responsável pelas consequências de seus atos, dessa forma há uma menor exposição dela às consequências de suas atitudes (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2011). Como exemplo dos indivíduos que possuem bens com garantia contra danos e falhas de fábrica, de forma que durante o período que perdura a garantia, os indivíduos tendem a ser menos cuidadosos com os bens. Uma vez que estão confiantes que, no caso de ocorrência de defeitos, poderão acionar a garantia e ter a troca do produto por um novo ou o recebimento de seu dinheiro. Também pode ser verificado o risco moral em relação aos seguros, em que pela sensação de estarem seguros, os indivíduos tendem a ser menos cautelosos com seus bens (ARROW, 1963).

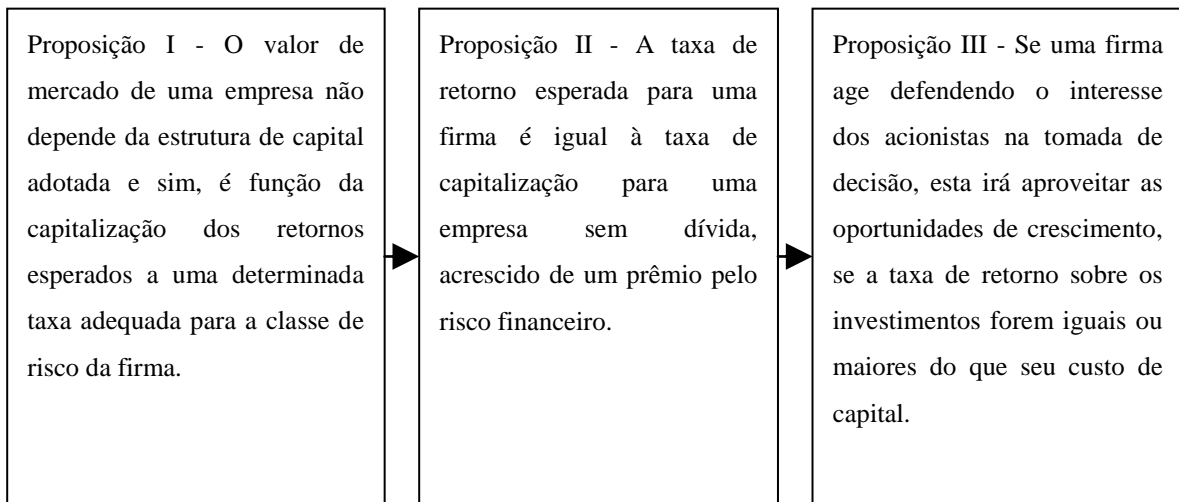
Por sua vez, a seleção adversa está associada à incapacidade de um indivíduo conhecer a qualidade daquilo que compra, até a compra ser de fato efetivada (AKERLOF, 1970). No exemplo dos ‘limões’, o comprador, *a priori*, não detém conhecimentos específicos para atestar a qualidade dos carros que estão sendo ofertados até a efetiva compra.

O fenômeno *herd behavior* – comportamento de manada – descreve situações em que os indivíduos, sem uma direção ou orientação planejada, tendem a tomar uma decisão em situações de assimetria informacional, imitando a decisão de outro agente (SANCHES, 2013). Esse comportamento em um nível contribui para o surgimento de ‘bolhas’ (exemplo para as compras exageradas de ações) e desencadeamento de crises (quedas, a exemplo da incapacidade dos indivíduos em arcarem com os custos de empréstimos atrelados a hipotecas após a bolha do crescimento desse tipo de contrato), o que contribui para o mercado ficar alterado (BAKER; WURGLER, 2007).

### **2.1.2 Irrelevância da estrutura de capital**

Modigliani e Miller (1958) concluíram pela irrelevância das decisões acerca da estrutura de capital no valor das firmas dado um mercado perfeito, considerando três proposições (Quadro 1). Este mercado perfeito pressupõe a inexistência de impostos, ausência de custos de transação, ausência de custos de falência, ausência de custos de agência e assimetria informativa, por exemplo.

Quadro 1 - Proposições para a irrelevância da estrutura de capital.



Fonte: Elaborado pelo autor baseado em Modigliani e Miller (1958).

Na proposição I, o valor de mercado de uma firma não depende das decisões tomadas por ela em relação a sua estrutura de capital, pois o que influencia seriam os retornos que a entidade gerasse. Por sua vez, a segunda proposição considera que a taxa de retorno esperada para uma entidade é igual àquela de uma entidade que não utiliza dívidas. A terceira proposição pressupõe que, se a empresa busca defender o interesse dos acionistas (maximizar sua rentabilidade), ela aproveitará as oportunidades de crescimento sempre que sejam mais vantajosas, ou seja, quando o retorno for maior que o custo atrelado ao investimento.

Uma abordagem alternativa da irrelevância foi proposta por Modigliani e Miller (1963) ao considerarem os impostos como um aspecto que proporciona relevância à estrutura de capital. Esta relevância é atribuível na medida em que há o benefício da dedutibilidade dos juros na apuração dos impostos sobre o lucro das pessoas jurídicas. A entidade utiliza dívida para financiar seus projetos – que trarão maior retorno – e os juros a serem pagos por essa dívida são compensados, reduzindo a base tributária de incidência das alíquotas dos impostos.

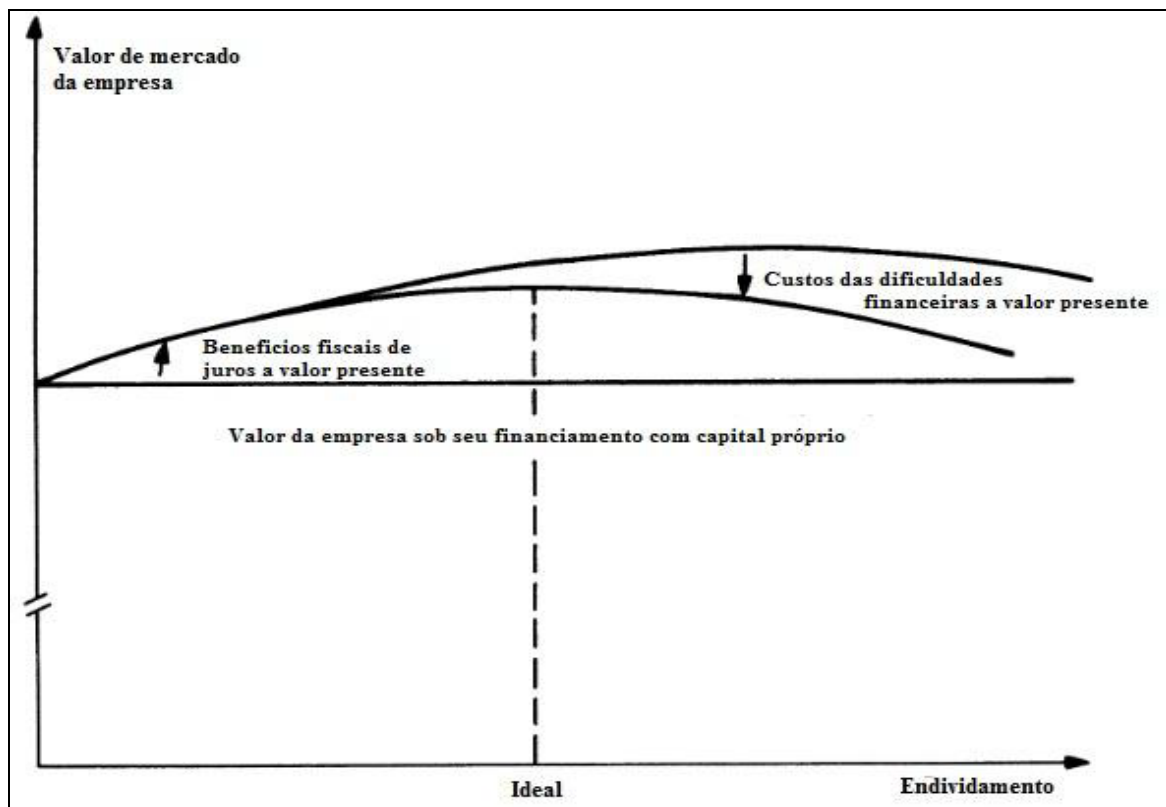
A literatura mundial vem encontrando evidência da relevância da estrutura de capital, propondo uma série de teorias em relação ao comportamento das entidades quanto a definição de sua estrutura de capital. Dentre estas teorias há destaque para a teoria *Trade-off*, a teoria *Pecking Order* e a teoria *Market Timing* (HARRIS; RAVIV, 1991; STEIN, 2003; CAMPOS; NAKAMURA, 2015).

### 2.1.3 Teoria *Trade-off*

A teoria *Trade-off* considera haver um ponto ótimo na combinação do uso de capital próprio e capital de terceiros. De forma que se equilibrariam os benefícios do endividamento com os custos adicionais advindos de um novo endividamento e o risco da entidade não

conseguir arcar com seus compromissos – custos de falência (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; TSUJI, 2011; DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009; MYERS, 1984). Na Figura 1 apresenta-se graficamente a proposição da teoria *Trade-off*.

Figura 2 – Representação gráfica entre valor de mercado e endividamento, benefícios e custos de dificuldades financeiras associados



Fonte: Myers (1984).

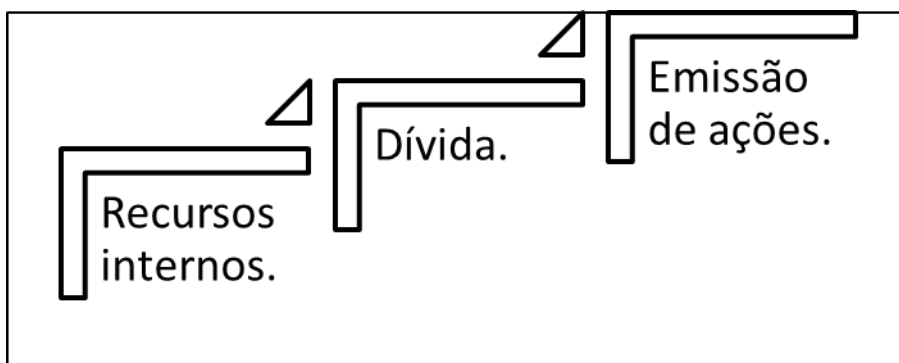
O ponto limite entre os benefícios decorrentes do endividamento e os custos de dificuldades financeiras associadas ao maior volume de endividamento é o ponto em que o valor da empresa é maximizado. A empresa irá se endividar visando usufruir do benefício fiscal do endividamento, mas a partir de certo ponto os custos associados ao endividamento adicional seriam superiores ao benefício obtido (TSUJI, 2011; KAYO; TEH; BASSO, 2006; MYERS, 2003).

A teoria *Trade-off* propõe que há um ponto ótimo de endividamento, no qual o benefício fiscal e os custos do endividamento se equilibrariam. A determinação e o alcance desse ponto ótimo são difíceis na prática, principalmente para os pequenos e médios negócios. A teoria *Trade-off* analisa a questão tributária da empresa, em que o financiamento apenas por recursos próprios da empresa e de seus acionistas não gera benefício fiscal para a empresa, diferentemente do endividamento (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; BUETTNER *et al.*, 2012, LIMA *et al.*, 2012).

### 2.1.4 Teoria Pecking Order

Por sua vez a teoria *Pecking Order* expõe que as organizações seguem uma hierarquia de preferências para a obtenção de recursos (Figura 2). Inicialmente a empresa utilizaria dos recursos gerados pela própria organização, em seguida recorreria ao endividamento quando a primeira fonte esgotasse, e por fim, recorreria à emissão de novas ações quando as duas fontes anteriores não forem suficientes (MYERS, 1984; COTEI; FARHAT; ABUGRI, 2011).

Figura 3 – Hierarquia das fontes de financiamento



Fonte: Elaborado pelo autor.

A existência de uma hierarquia das fontes de financiamento seria devido aos custos informacionais e o custo financeiro. Ao se financiarem com recursos gerados internamente, haveria um menor custo informacional – uma vez que a entidade não precisaria disponibilizar maiores volume de informações sobre os projetos de investimento para utilizar desses fundos – bem como não teria um custo financeiro adicional para utilizar tais fundos. Contudo, ao recorrer ao endividamento ela teria de disponibilizar informações para os credores e arcar com o custo dos juros cobrados por eles. Mas caso se faça necessária emitir ações, o volume informacional seria maior, principalmente em mercados de capitais mais desenvolvidos (MYERS, 1984; DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009; SHYAM-SUNDER; MYERS, 1999).

A teoria *Pecking Order* não considera haver um ponto ótimo de endividamento, e sim uma questão de gestão estratégica orientada pelo custo financeiro e pelo volume informacional atrelado aos tipos de recursos que a entidade pode obter. Conforme a hierarquia de preferências, quanto mais rentável for uma empresa, menor será sua propensão a se endividar ou emitir ações. Raciocínio diferente da teoria *Trade-off*, na qual o endividamento seria a prioridade inicial da empresa até atingir o ponto ótimo de endividamento, quando ela passaria a adotar outra forma de obter recursos.

### 2.1.5 Market timing

A empresa pode emitir ações derivadas apenas de um comportamento oportunista, aproveitando-se de janelas de oportunidade para a captação de recursos. Segundo esta proposição, a empresa emitirá ações quando considerar que o preço está acima do seu real valor (ações sobreavaliadas) e as recomprará quando estas estiverem subavaliadas (ALBANEZ, 2012; BAKER; WURGLER, 2002). O marco da pesquisa sobre *Market timing* é o trabalho de Baker e Wurgler (2002), apesar de trabalhos anteriores já exploraram as bases do que viria a ser esta teoria, como os trabalhos de Taggart Jr. (1977), Marsh (1982) e Jalilvand e Harris (1984).

Taggart Jr. (1977) investigou os usos de recursos por empresas americanas e as fontes de financiamento desses recursos no período de 1957-1972. As conclusões do trabalho indicaram que as variações no valor de mercado da dívida de longo prazo e do patrimônio líquido são importantes determinantes das emissões de ações. Pois na sua 'identidade de usos e fluxo' quando os investimentos realizados excedem o fluxo de caixa, a empresa recorrerá a fontes externas de financiamento.

Deve-se considerar que as variações de curto prazo nos preços das ações irão afetar o momento de captação de recursos por dívida. Uma vez que se o mercado de ações estiver em baixa em comparação ao histórico de cotações, a entidade irá temporariamente preferir captar recursos por dívida ao invés de emitir ações (TAGGART JR., 1977).

Marsh (1982) verificou as escolhas realizadas por empresas do Reino Unido entre 1959-1974 quanto às decisões referentes às fontes de captação de recursos. Os resultados indicaram que essas decisões são influenciadas pelos preços históricos das ações e pelas empresas fixarem um ponto alvo de endividamento. Dessa forma, as organizações, quando do uso de recursos externos, deveriam recorrer à emissão de ações quando estiverem em situação acima do nível alvo de endividamento. As empresas fixam níveis de endividamento no longo prazo e podem abandoná-los no curto prazo para emitir ações, considerando condições de mercado e aquelas atreladas a *timing* – temporização do mercado (como o risco da empresa, deter volume menor de ativos tangíveis e maior volume recente do preço acionário).

Por sua vez, Jalilvand e Harris (1984) ao analisarem as decisões de empresas americanas, entre 1966 e 1978, constataram que as empresas fixam níveis de endividamento e procuram ajustar esta estrutura de acordo com o momento mais propício para emissão de ações ou recorrer ao endividamento. Se as expectativas relacionadas às taxas de juros futuras são de previsão de taxas mais baixas no longo prazo, a empresa irá recorrer ao endividamento

de curto prazo e a emissão de ações.

Baker e Wurgler (2002) verificaram que as empresas estão sendo oportunistas quando suas ações estão baseadas em quatro constatações de adoção de comportamento característico de *Marketing timing* (Quadro 2). Este comportamento é orientado na propensão da empresa utilizar-se do estado do mercado para adquirir recursos, independente de qualidade dos projetos que seriam financiados com tais recursos.

Quadro 2 – Constatações do comportamento de *Market timing*

1	As organizações tendem a emitir ações quando o valor de mercado da entidade é alto em comparação ao valor contábil e ao histórico de valor de mercado, porém quando o valor das ações está em baixa, a empresa tenderá a recomprar as ações.
2	Em média, o <i>Market timing</i> é bem sucedido quando das análises dos retornos de longo prazo das ações nas decisões das finanças empresariais.
3	Nos momentos em que os investidores estão mais entusiasmados sobre as perspectivas de lucros, as empresas tendem a emitir ações e aproveitar estas situações.
4	Os gestores assumem seguir <i>Market timing</i> quando responderam a questionários anônimos.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A primeira constatação considera que as empresas se comportam de forma oportunista, no sentido de aproveitar uma janela de oportunidade quando o valor das ações está mais alto. A segunda constatação considera uma análise dos retornos de longo prazo das ações nas decisões financeiras das entidades para uma verificação de se a política adotada de *Market timing* foi bem sucedida. A constatação três analisa as previsões de lucros e o comportamento dos investidores, assim as entidades aproveitarão os momentos em que os investidores estejam mais entusiasmados para emitir mais ações. A última constatação é relevante, pois se trata da confirmação de existência de comportamento orientado por *Market timing* por parte dos gestores.

Vale salientar que a emissão de ações com o objetivo de captar recursos para financiar sólidos projetos e angariar maiores retornos para a entidade é visto de forma positiva (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2011). Porém o comportamento oportunista de aproveitar as janelas de oportunidade é tido como algo negativo. Uma vez que as entidades não estariam necessariamente captando recursos para financiar bons projetos, mas utilizando-se do estado do mercado para se beneficiar. Este comportamento de se aproveitar do estado do mercado está ligado com os desníveis informacionais, na medida em que o mercado não dispõe todas as informações de forma tempestiva para estar suficientemente seguro das

intenções da entidade ao emitir ações em detrimento de recorrer ao endividamento.

## **2.2 Governança corporativa**

### **2.2.1 Aspectos conceituais**

No estudo das organizações, a assimetria informacional é associada com o conflito de agência entre os principais *stakeholders* das entidades (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2011). É comum os proprietários da empresa – acionistas – contratarem uma pessoa para gerenciar a organização – o gestor –, havendo assim uma separação entre propriedade e controle (JENSEN; MECKLING, 1976).

Forma-se uma relação em que uma parte detém a gerência da firma – o agente – e um grupo de proprietários que detém a propriedade da firma – os principais –, desta relação pode ocorrer um conflito de interesse entre o agente e os proprietários. O agente pode incorrer em risco moral pelo fato de que ele pode vir a utilizar seu posto na organização para obter vantagem pessoal em detrimento de preservar os interesses dos acionistas, esta situação é o conflito principal-agente (JENSEN; MECKLING, 1976). A governança corporativa leva em consideração como ocorrem os problemas de agência nas entidades e quais são os mecanismos empregados para a mitigação desses conflitos (SILVEIRA, 2004).

Smith (1983) comenta que os diretores das companhias nem sempre administram os recursos de terceiros com o mesmo zelo que os proprietários administrariam. Em razão da dispersão do controle da entidade em vários proprietários, o controle acaba sendo delegado a alguém, pois seria inviável, e por vezes impossível, reunir todos os acionistas para tomarem as decisões relativas à administração do negócio. Esta separação entre propriedade e controle não significa que necessariamente os gestores estejam administrando a organização em prol do interesse dos acionistas (BERLE; MEANS, 1932). Para mitigar estes conflitos de interesse é sugerida a adoção de práticas de governança corporativa nas organizações.

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015, p. 20), o termo governança corporativa se refere ao “[...] sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”. A governança corporativa representa um conjunto de esforços interligados (daí ser um sistema), através do qual as entidades são dirigidas (foco na gestão), monitoradas (mecanismos de verificação do cumprimento de práticas de governança) e incentivadas (uma vez que se espera que a governança perdure e se enraíze na estratégia da organização).

Por sua vez, Tarantino (2008) considera governança corporativa como um processo através do qual a entidade defende os interesses dos *stakeholders*. Shleifer e Vishny (1997) discorrem que governança corporativa se refere às formas nas quais os investidores asseguram seu retorno no investimento.

O conflito de agência também pode ser verificado quando se considera mercados com elevada concentração de propriedade, de forma que quanto mais concentrada a propriedade em uma pessoa ou pequeno grupo de pessoas, o agente estaria mais a mercê deste grupo. Quando o agente encontra-se na situação de maior dependência de um pequeno grupo de acionistas, as ações por ele executadas representam as decisões do grupo de acionistas dominante. Os acionistas minoritários ficam expostos ao maior risco de expropriação de suas riquezas, pois os acionistas majoritários – grupo de acionistas com mais poder de decisão – orientam o gestor da organização a atuar em favor deles próprios e em prejuízo dos acionistas minoritários, havendo um conflito de acionistas majoritários *versus* acionistas minoritários (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015; BRANDÃO, 2014; CHOI; YOO, 2010; CONNELLY *et al.*, 2010; CUETO, 2009; YOUNG *et al.*, 2008; CLAENSSES; FAN, 2002; LA PORTA *et al.*, 2002; LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

As práticas de governança corporativa tem um papel crucial na gestão das organizações. Principalmente nas empresas que têm maior nível de concentração acionária. Uma vez que os mecanismos de governança corporativa visam propor maior segurança aos financiadores da empresa, e para que a gestão da entidade adote práticas que proporcionem maior confiabilidade para os investidores e credores (CAIXE; KRAUTER, 2013).

A adoção de práticas de governança corporativa tem sido apontada como uma condição essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais. Sendo propostos princípios que orientariam tais práticas: (i) a transparência na divulgação das informações que sejam de interesse dos *stakeholders*, não se limitando apenas às impostas por leis e regulamentos, (ii) a equidade, que é caracterizada pelo tratamento isonômico dos sócios e demais *stakeholders* ao se considerar seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas, (iii) a responsabilidade da prestação de contas dos agentes sobre sua atuação, devendo-se esta prestação ser realizada de modo claro, compreensível e tempestiva, assumindo as consequências de suas ações e omissões, e (iv) a obediência às leis, pois as entidades devem respeitar a soberania dos países e zelar pelo cumprimento da legislação (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA COPORATIVA, 2015).



Para a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) (2016), os princípios da governança corporativa devem: (i) promover mercados transparentes e justos, assim como a aplicação eficiente dos recursos, devendo os princípios ser consistentes com o estado de direito. (ii) proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas, garantindo o tratamento equitativo dos acionistas, mesmo para os minoritários e os estrangeiros, também devem os princípios assegurar que todos os acionistas tenham a oportunidade de obter compensações em caso de violação de seus direitos. (iii) a governança deve proporcionar incentivos sólidos através da cadeia de investimentos e viabilizar ao mercado de ações funcionar de forma a possibilitar o bom governo das organizações. (iv) a estrutura de governança deve reconhecer os direitos dos *stakeholders* e estimular a cooperação entre as entidades e seus *stakeholders* na geração de riqueza, empregos e na sustentabilidade. (v) deve assegurar a divulgação das informações de todas as questões relevantes relacionadas com a entidade. (vi) deve assegurar o controle e responsabilização do conselho de administração.

### **2.2.2 Mecanismos de governança corporativa**

Cada país institui as melhores práticas de governança corporativa considerando sua realidade. No Brasil há o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Cartilha de Boa Governança da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a proteção legal expressa através da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, da Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, da Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007, da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, da Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017, dentre outras legislações.

Além dos códigos, as organizações podem se utilizar de diversos mecanismos para promover a boa governança, alinhando interesse dos acionistas, credores e gestores. A exemplo de tais mecanismos cita-se: a prática de atrelar a remuneração dos gestores a uma remuneração variável de acordo com o desempenho da entidade, a presença de conselhos fiscalizadores e deliberativos, e a auditoria interna e externa. Os Estados também têm um papel central na implantação da governança corporativa, pois emitem legislações que regulam este aspecto, aumentando a abrangência e a obrigatoriedade de requisitos de governança. Nos Estados Unidos, a Lei Sarbanes-Oxley veio a dar maior confiabilidade ao mercado após escândalos corporativos (CAMARGOS; BARBOSA, 2010).

Dentre os mecanismos de governança corporativa, a remuneração dos agentes atrelada

ao desempenho da entidade funciona como um sistema de recompensa aos gestores, no sentido de aproximar os interesses dos agentes aos dos acionistas (LIAO; MUKHERJEE; WANG, 2015; OLIVA; ALBUQUERQUE, 2007). Todavia, os gestores podem ter um comportamento que privilegie ações de curto prazo, objetivando garantir maiores ganhos no curto prazo e consequente maior remuneração variável (BEBCHUK; SPAMANN, 2009).

Conforme Oliva e Albuquerque (2007), a remuneração variável deveria alinhar o interesse do agente e do principal, na medida em que o primeiro gerenciaria a entidade da forma mais eficiente, aproveitando as oportunidades e gerando maior retorno ao principal. Porém esta política desconsidera a manipulação do resultado e a artificialidade dos preços exorbitantes das ações. O volume de publicações sobre remuneração dos executivos passou a ter um maior destaque a partir da exposição de escândalos corporativos, como o caso Enron, WorldCom, entre outros.

A sociedade passa a ter maior interesse nas questões relacionadas à gestão das empresas quando sente que seus investimentos nas organizações passam a correr maior risco, principalmente risco decorrente de decisões dos administradores que privilegiem o curto prazo, em prejuízo da determinação de políticas para garantir a continuidade da entidade (BEUREN; SILVA, 2012). As empresas podem adotar outros mecanismos dentro do contexto do sistema de governança corporativa.

O sistema de governança corporativa é constituído por uma série de mecanismos que numa visão integrada possibilitam o desenvolvimento de boas práticas de governança nas entidades – mecanismos desde a regulação da governança corporativa pelos países, bem como a criação de órgãos de gestão e fiscalização dentro das organizações até a adesão de forma voluntária a práticas definidas de boa governança, como os segmentos diferenciados da Bovespa. A regulação da governança corporativa é realizada pelos diversos países a fim de assegurar os direitos dos acionistas e da boa atuação das entidades (DOWBOR, 2016; LEAL; CAMURI, 2008; SROUR, 2005).

Outro mecanismo é a instauração de órgão de gestão e fiscalização dentro da organização, como a presença de um conselho de administração que toma as decisões relacionadas ao planejamento estratégico de uma organização, além de poder atuar como um órgão de monitoramento da diretoria. Assumindo o papel de um mediador entre a gestão e os sócios. Sendo fundamental em sua composição a pluralidade de perfis de conselheiros (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015; ALMEIDA;

KLOTZLE; PINTO, 2013; ANDRADE, 2009; DUTRA; SAITO, 2002).

Para o assessoramento das atividades do conselho de administração no controle da qualidade dos demonstrativos financeiros e controles internos, visando a integridade e confiabilidade das informações relacionadas à entidade, há o comitê de auditoria (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015). Por essas atribuições, o comitê de auditoria deve ser formado por membros que detenham conhecimento nas diversas áreas que afetam o desempenho da entidade. Bem como deve preservar a independência dos membros do comitê uma vez que sua atuação objetiva inibir práticas que distorçam a confiabilidade das informações relativas à entidade (SILVA, VASCONCELOS, LUCA, 2017).

As entidades podem adotar a instauração de um conselho fiscal independente – permanente ou não – para fiscalizar a atuação dos administradores e preservar o valor da entidade. Quando da existência concomitante de conselho fiscal e comitê de auditoria, é comum a sobreposição de atividades, dessa forma os dois órgãos podem trabalhar de forma cooperada, podendo inclusive realizar reuniões conjuntas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015; BERGAMINI JUNIOR, 2005).

Por sua vez, a auditoria independente é um meio de controle externo que objetiva emitir uma opinião sobre as demonstrações financeiras, quanto à adequabilidade ou não dessas demonstrações em todos os aspectos relevantes da posição patrimonial e financeira da entidade (TEIXEIRA; CAMARGO; VICENTE, 2016; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015; SANTANA *et al.*, 2014; BERGAMINI JUNIOR, 2005).

Os mecanismos de governança corporativa têm a finalidade de mitigar o risco de distorções nos demonstrativos financeiros, minimizar as práticas de expropriação de riqueza dos sócios minoritários e credores, e garantir a continuidade operacional da entidade no longo prazo. Como uma forma de dar maior credibilidade às entidades que adotam boas práticas de governança corporativa, foram criados os segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa – também denominados de níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) –. A adesão a estes níveis está condicionada ao cumprimento de práticas predefinidas de governança corporativa (BEIRUTH *et al.*, 2014; MARTINS *et al.*, 2014; NARDI; NAKAO, 2008). Os critérios para adesão aos níveis diferenciados são apresentados no Anexo A.

Os segmentos diferenciados foram criados em 2000 pela BM&FBovespa, formados

pelas seguintes classificações: Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo mercado (NM). Essa classificação é ascendente de acordo com a adoção de práticas de governança corporativa, ou seja, quanto mais próximo do Novo Mercado, maiores e mais rigorosos são os mecanismos de governança corporativa (LIMA *et al.*, 2015).

A criação dos segmentos diferenciados objetivou o desenvolvimento do mercado de capital brasileiro. Pois ao aderir a algum deles, a organização deve cumprir determinadas práticas de governança (Anexo A). Esta adoção de boas práticas tem o intuito de mitigar o risco percebido pelos investidores, uma vez que há a redução da assimetria informacional e a obtenção de direitos e garantias adicionais decorrentes das exigências para adesão a estes níveis comparativamente ao mercado tradicional (BEIRUTH *et al.*, 2014).

Recentemente, o Novo Mercado passou por alteração quanto às exigências que devem ser atendidas pelas empresas que aderirem a este segmento diferenciado. Em alguns casos, as normas parecem ter flexibilizado os aspectos de governança corporativa defendidos na antiga regulação do Novo Mercado: como nos itens de *free float* – que passa a possibilitar um percentual mínimo de ações em circulação de 15% –, a redução da quantidade mínima de membros do conselho de administração para três, e a previsão de tradução das demonstrações para o inglês conforme a exigência legal. Em outros aspectos, houve um avanço positivo: obrigatoriedade da implementação de *compliance*, obrigatoriedade de auditoria interna e comitê de auditoria, e mais clara indicação quando da ocorrência da situação de saída do segmento/oferta pública de aquisição de ações (Anexo A).

Vale considerar que, a partir de 2018, as empresas que passarem a aderir à listagem no Novo Mercado já deverão se adequar as mudanças no regulamento do Novo Mercado. Para as empresas que já estavam listadas, o prazo para se adequarem é até a assembleia geral ordinária que deliberar as demonstrações financeiras referentes ao exercício social de 2020 (B3, 2017).

### **2.3 Governança corporativa e estrutura de capital**

A governança corporativa influencia na estrutura de capital na medida em que a adoção de boas práticas de governança tem como um dos principais objetivos melhorar a comunicação com o mercado e assim criar melhores condições para a captação de recursos externos pela empresa. A quantidade de recursos disponíveis para financiar os projetos das firmas é limitada e os investidores e credores são receosos em disponibilizar seus recursos a todas as empresas. Objetivando minimizar esta situação desfavorável as entidades adotam

boas práticas de governança, o que proporciona maior confiança aos investidores e credores e, facilita o acesso aos recursos disponíveis no mercado (FONSECA; SILVEIRA; HIRATURA, 2016; VIEIRA *et al.*, 2011; SILVEIRA; PEROBELI; BARROS, 2009).

Para amenizar dificuldades de acesso a recursos, as empresas precisam passar confiabilidade e segurança ao mercado. Os mecanismos de governança corporativa se apresentam como uma forma de proporcionar confiança ao mercado acionário e aos credores, uma vez que possibilita a instauração de uma gestão mais eficiente na organização. Como resultado da adoção de práticas de governança corporativa na empresa espera-se uma maior facilidade na obtenção de recursos externos – endividamento e a emissão de ação (VIEIRA, 2011; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2009).

A pesquisa científica sobre a contribuição da governança corporativa para a ampliação da capacidade de obter recursos das empresas ainda é modesta diante do volume de publicação sobre estrutura de capital. Alguns estudos se debruçaram em investigar a contribuição da governança corporativa sobre a estrutura de capital foram os trabalhos de Elmagrhi *et al.* (2018), Kieschnick e Moussawi (2018), Araújo *et al.*, 2017, Naseem *et al.*, 2017, Pinheiro *et al.*, 2017, Vogt *et al.*, 2017, Fonseca, Silveira e Hiratuka, 2016, Costa Filho *et al.*, 2016; Matagrano, Bernardes e Gonçalves, 2015, Dimitropoulos, 2014, Morellec, Nikolov e Schürhoff, 2012, Vieira, 2011, Silveira, Perobelli e Barros, 2008.

Araújo *et al.* (2017) analisaram a relação entre variáveis relacionadas às características do conselho de administração e da estrutura de propriedade com a estrutura de capital das empresas listadas no índice IBRX-100 da BM&FBovespa. A amostra é constituída por 406 observações no período de 2010 a 2014. Através da realização de regressão linear, os autores verificaram que as características do conselho de administração não influenciaram o endividamento de longo prazo e o endividamento total. O endividamento de curto prazo não pôde ser verificado, pois não atendeu na hipótese de normalidade.

Pinheiro *et al.* (2017) investigaram a relação entre estrutura de capital e governança corporativa para uma amostra de 986 observações de empresas listadas na BM&FBovespa entre 2010 e 2014. Os autores verificaram com o emprego de quatro regressões linear que a governança corporativa tem um efeito negativo sobre o endividamento de curto prazo e uma relação positiva com o endividamento de longo prazo, mas não apresentou significância com o endividamento total.

Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016) analisaram o efeito da governança corporativa

sobre a estrutura de capital em uma amostra de 1750 observações de empresas listadas na BM&FBovespa entre 2000 e 2013. Por meio da aplicação de regressão com dados em painel os autores verificaram que a governança corporativa apresentou uma relação negativa com o endividamento de curto prazo e uma relação positiva com o endividamento de longo prazo.

Costa Filho *et al.* (2016) estudaram a relação entre governança corporativa e estrutura de capital para 162 empresas listadas no ano de 2015 na BM&FBovespa. Os resultados da pesquisa apontaram para uma relação negativa entre a governança corporativa e o endividamento total, não havendo influência da governança sobre o endividamento de curto prazo.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) estudaram o efeito da governança corporativa sobre a estrutura de capital e da estrutura de capital sobre a governança corporativa para 154 empresas listadas na Bovespa em 2002. A pesquisa constatou que há influência positiva das práticas de governança sobre a alavancagem financeira, contudo os resultados não são conclusivos quanto à influência da alavancagem sobre a governança corporativa.

Este conjunto de resultados vai à direção de que, de fato, a governança corporativa tende a facilitar o acesso aos recursos externo, seja por contratação de dívida como por emissão de ação. Espera-se assim que a adoção de práticas de governança corporativa contribua para o melhor acesso às fontes de recursos, pois os investidores e credores tendem a se sentir mais confiantes em investir em empresas que adotam boas práticas de governança corporativa, Hipóteses 1 e 2.

***Hipótese 1: A governança corporativa influencia positivamente o endividamento.***

***Hipótese 2: A governança corporativa influencia positivamente a emissão de ações.***

Foram definidas hipóteses quanto ao efeito esperado do tamanho, da tangibilidade, das oportunidades de crescimento e do fluxo de caixa sobre o endividamento e sobre a emissão de ações. Para o tamanho espera-se que haja efeito relação positivo tanto sobre o endividamento (Hipótese 3) como sobre a emissão de ações (Hipótese 4). A literatura prevê uma relação positiva com o endividamento e com a emissão de ações para o caso brasileiro – diferente dos mercados mais desenvolvidos em que é esperado efeito negativo entre tamanho e emissão de ação. Por serem empresas reconhecidamente mais atuantes no mercado e deterem maior volume e gestão de ativos, as empresas maiores acessam o endividamento – principalmente de longo prazo – e emitem ações com maior facilidade que as menores empresas (KIESCHNICK, MOUSSAWI, 2018; PINHEIRO *et al.*, 2017; KYRIAZOPOULOS, 2017;

COSTA FILHO *et al.*, 2016).

***Hipótese 3: O tamanho influencia positivamente o endividamento***

***Hipótese 4: O tamanho influencia positivamente a emissão de ações***

Espera-se que a tangibilidade tenha um efeito positivo sobre o endividamento (Hipótese 5) – à medida que empresas mais tangíveis os utilizariam como garantia para obter financiamento junto aos credores – e um efeito positivo sobre a emissão de ações (Hipótese 6) – empresas pouco tangíveis tendem a ter maior problema de assimetria informacional, uma vez que sua estrutura de ativos é baseada em maior quantidade por intangíveis, que *a priori* são mais propensos a estarem sujeito a manipulações, uma vez que a avaliação destes itens tende a seguir estimativas que aproximam o valor que será registrado nos demonstrativos da entidade

***Hipótese 5: A tangibilidade influencia positivamente o endividamento***

***Hipótese 6: A tangibilidade influencia positivamente a emissão de ações***

O efeito das oportunidades de crescimento (aproximadas pelo Q de TOBIN) sobre o endividamento ainda não está suficientemente claro. Uma vez que para que se possa verificar até que ponto o endividamento é influenciado e influencia as oportunidades de crescimento devem ser considerados os benefícios e os custos do endividamento, entre outras proposições teóricas, assim não foi definida hipótese para esta relação. Por sua vez, para a emissão de ações é esperado uma contribuição positiva das oportunidades de crescimento (Hipótese 7). De forma que empresas com mais oportunidades de crescimento utilizariam de todo recurso disponível para suprir suas necessidades de capital para implementação de seus projetos, inclusive emitindo ação (MACHADO *et al.*, 2015; FUTEMA, BASSO, KAYO, 2009; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; FAMÁ; BARROS, 2000).

***Hipótese 7: As oportunidades de crescimentos influenciam positivamente a emissão de ações***

Para o fluxo de caixa, espera-se uma contribuição negativa sobre o endividamento (Hipótese 8) e sobre a emissão de ação (Hipótese 9). O fluxo de caixa corresponde ao efetivo recurso interno que pode ser usado para o investimento. O fluxo de caixa seria o recurso preferível pela empresa para financiar seus projetos antes de se endividar ou emitir ação, conforme preconiza a teoria *Pecking Order*. Uma explicação alternativa é dada diante da possibilidade da empresa não obter recursos de outra natureza e assim estar obrigada a

recorrer ao fluxo de caixa para se financiar (CORREA; BASSO; NAKAMURA, 2013; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; VALLELADO, 2012; COTEI; FARHAT; ABUGRI, 2011; CHIRINKO; SCHALLER, 1995; FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988; MYERS, 1984).

***Hipótese 8: O fluxo de caixa influencia negativamente o endividamento***

***Hipótese 9: O fluxo de caixa influencia negativamente a emissão de ações***



### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Caracterização da pesquisa

A pesquisa é pautada nos métodos científicos dedutivo e indutivo. O método dedutivo, conforme acepção clássica, é o que parte do geral para chegar ao caso específico, assim busca-se através de leis, princípios e teorias chegar ao que é verificado na prática (GIL, 2014). Nesta pesquisa serão utilizadas as teorias explicativas da estrutura de capital para fundamentar as hipóteses do estudo.

Por sua vez, o método indutivo está pautado no processo no qual parte-se dos dados ou observações particulares para chegar a proposições gerais, seja para conhecer o comportamento e situação dos dados, seja para testar as teorias já existentes ou para formular novas teorias (RICHARDSON, 2011). Neste estudo, será realizada uma verificação empírica com os dados das empresas listadas na B3 (empresa oriunda da combinação da Bolsa de Valores de São Paulo com a Cetip) objetivando identificar a influência da governança corporativa sobre a capacidade de obtenção de recursos externos.

Quanto aos métodos de procedimento empregou-se o método monográfico e o estatístico. Conforme Marconi e Lakatos (2010), o método monográfico consiste no estudo de determinados indivíduos, profissões, condições, instituições e comunidades, objetivando obter generalizações a partir de uma análise do objeto de estudo. O método estatístico permite obter representações mais simplificadas, extraídas de conjuntos complexos, e identificar se essas verificações simplificadas apresentam relações entre si. Neste trabalho, serão verificadas as evidências de haver relação entre a governança corporativa e estrutura de capital das empresas listadas no mercado de capitais nacional através do emprego de técnicas econométricas.

As pesquisas podem ser classificadas quanto ao seu objetivo e quanto ao problema (GIL, 2014). Em relação ao objetivo, esta pesquisa é descritiva uma vez que serão analisadas as características das empresas listadas na B3, bem como será identificada e analisada a relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital dessas empresas.

Em se tratado do problema, o estudo é classificado como quantitativo, pois são aplicadas técnicas estatísticas para análise dos dados da pesquisa: estatística descritiva, testes de comparação de médias, regressão linear estimada por Mínimos Quadrados Generalizados para painel e regressão logit.

Emprega-se o delineamento da pesquisa documental e bibliográfica (PRODANOV; FREITAS, 2013). A pesquisa documental consistiu na coleta de dados das empresas da

amostra através dos relatórios disponíveis no *website* da B3, do formulário de referência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e dados econômico-financeiros disponíveis na base Economática. O delineamento da pesquisa bibliográfica foi empregado quando da pesquisa dos materiais científicos que fundamentam a pesquisa, bem como para a avaliação do estado da arte do tema.

### 3.2 Modelos e variáveis

As variáveis dependentes adotadas na pesquisa são: o endividamento de curto prazo (ENDCP), o endividamento de longo prazo (ENDLP), o endividamento total (ENDT) e a emissão de ação (ACOES). Como variável independente recorreu-se a uma *dummy* de governança corporativa. Subsidiariamente adotou-se variáveis de controle – alguns fatores determinantes da estrutura de capital. A descrição das variáveis está no Quadro 3.

Quadro 3 – Variáveis da pesquisa, métrica e relação esperada

TIPO	SIGLA	Variável	Métrica	Estudos anteriores
Dependente	ENDCP	Endividamento de curto prazo	$\frac{\text{Divida de curto prazo} + \text{Debêntures de curto prazo}}{\text{Ativo total}}$	Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Crisóstomo e Pinheiro (2015).
	ENDLP	Endividamento de longo prazo	$\frac{\text{Divida de Longo Prazo} + \text{Debêntures de Longo Prazo}}{\text{Ativo total}}$	Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Crisóstomo e Pinheiro (2015).
	ENDT	Endividamento total	$\frac{\text{Divida total} + \text{Debêntures total}}{\text{Ativo total}}$	Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Crisóstomo e Pinheiro (2015)
	ACOES	Emissão de ações	<i>Dummy</i> , 1 se empresa listada emitiu novas ações, 0 caso contrário	Pinheiro (2017); Gonenc e Hermes (2008).
Independente	GC	Governança	<i>Dummy</i> , 1 se empresa listada em NDGC, 0 caso contrário	Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Costa Filho <i>et al.</i> (2016); Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016).
Controle	TAM	Tamanho	$\ln$ do Ativo Total	Kieschnick e Moussawi (2018); Araújo <i>et al.</i> (2017); Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Kyriazopoulos (2017); Naseem <i>et al.</i> (2017); Costa Filho <i>et al.</i> (2016).
	TANG	Tangibilidade	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Ativo total}}$	Kieschnick e Moussawi (2018); Araújo <i>et al.</i> (2017); Pinheiro <i>et al.</i> (2017); Kyriazopoulos (2017).
	TOBINSQ	Q de Tobin	$\frac{\text{Valor de mercado das ações} + \text{Valor das dívidas}}{\text{Ativo total}}$	Silveira, Perobelli e Barros (2008), Degryse e Jong (2006)
	FC	Fluxos de caixa	$\frac{\text{Lucro líquido mais depreciação e amortização}}{\text{Ativo Imobilizado}}$	Crisóstomo, López-Iturriaga e Valledado (2013); Chirinko e Schaller (1995); Fazzari, Hubbard e Petersen (1988)

Fonte: Elaborado pelo autor.

As variáveis de endividamento de curto prazo (ENDCP), endividamento de longo prazo (ENDLP) e endividamento total (ENDT) são empregadas para operacionalizar o financiamento externo via endividamento. O endividamento de curto prazo é operacionalizado

pela soma da dívida de curto prazo mais as debêntures de curto prazo, dividido pelo ativo total. Por sua vez, o endividamento de longo prazo é operacionalizado da mesma forma que o endividamento de curto prazo, contudo são considerados os dados de longo prazo. O endividamento total corresponde a soma da dívida total e do total de debêntures, dividida pelo total do ativo (PINHEIRO *et al.*, 2017; CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2015).

A variável ACOES operacionaliza o financiamento externo da entidade via emissão de ações. Em virtude de sua difícil coleta, optou-se por aplicar uma *dummy* se a empresa emitiu ou não novas ações no ano específico –, pois diariamente a empresa pode estar emitindo ou não novas ações, bem como recomprando as ações disponíveis no mercado. Foram definidas quatro variáveis dependentes e, assim serão realizadas quatro regressões para análise de cada variável dependente – sendo três regressões lineares estimadas por Mínimos Quadrados Generalizados para painel para cada variável de endividamento e, uma regressão logit para a variável *dummy* ACOES.

A governança corporativa foi operacionalizada através de uma *dummy* (GC) relacionada a, se em cada ano, a empresa específica estava listada em algum nível diferenciado de governança corporativa. Por si só, os níveis diferenciados são indicadores de governança, uma vez que a aderência a um deles implica no cumprimento de uma série de exigências de boa governança (Anexo A). Em virtude de a governança corporativa proporcionar maior segurança e confiabilidade aos acionistas e credores, espera-se que a adesão aos segmentos diferenciados tenha uma relação positiva com todas as quatro variáveis de estrutura de capital.

Para a análise dos dados são empregadas: a estatística descritiva, testes de comparação de média, regressão linear estimada por Mínimos Quadrados Generalizados para painel e regressão logit. A estatística descritiva objetiva familiarizar o pesquisador com os dados da pesquisa, além de representar uma exploração inicial de possíveis padrões nos dados (GIL, 2014, FÁVERO *et al.*, 2009).

Os testes de comparação de média já representam avanços na análise, uma vez que possibilitam comparar médias, seja de um grupo, dois grupos ou mais de dois grupos (FÁVERO *et al.*, 2009). Nesta pesquisa foram realizados dois destes testes: test t para comparar médias de dois grupos – segmento tradicional e nível diferenciado de governança –, e a análise de variância (ANOVA) para comparar médias de quatro grupos – segmento tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Para verificar a influência da governança corporativa (GC) e dos fatores determinantes

sobre o endividamento empregou-se a técnica de regressão linear estimada por Mínimos Quadrados Generalizados para painel. Esta técnica permite a realização de inferências sobre a influência de variáveis independentes e de controle sobre uma variável dependente métrica. Neste estudo verifica-se a hipótese de se a adoção de boas práticas de governança corporativa está possibilitando ou não o acesso a recursos externos via dívida (GUJARATI; PORTER, 2011).

Para a análise do efeito das variáveis da pesquisa sobre a emissão de ação (ACOES) – uma *dummy* que assume valor 1 quando a empresa emite ações naquele ano e 0 caso contrário – empregou-se a regressão logit. Esta técnica possibilita investigar o efeito das variáveis independentes e de controle sobre a probabilidade de haver emissão de ação (FÁVERO *et al.*, 2009). Serão realizadas três regressões estimadas por Mínimos Quadrados Generalizados para painel empregadas para cada uma das variáveis de endividamento – Equação 1, 2, 3 – e, uma regressão logit para a variável *dummy* ACOES – Equação 4.

Equação 1

$$\text{ENDCP}_i = \alpha + \beta_1 \text{GC}_i + \beta_2 \text{TAM}_i + \beta_3 \text{TANG}_i + \beta_4 \text{FC}_i + \beta_5 \text{TOBINSQ}_i + u$$

Equação 2

$$\text{ENDLP}_i = \alpha + \beta_1 \text{GC}_i + \beta_2 \text{TAM}_i + \beta_3 \text{TANG}_i + \beta_4 \text{FC}_i + \beta_5 \text{TOBINSQ}_i + u$$

Equação 3

$$\text{ENDT}_i = \alpha + \beta_1 \text{GC}_i + \beta_2 \text{TAM}_i + \beta_3 \text{TANG}_i + \beta_4 \text{FC}_i + \beta_5 \text{TOBINSQ}_i + u$$

Equação 4

$$\text{ACOES}_i = \alpha + \beta_1 \text{GC}_i + \beta_2 \text{TAM}_i + \beta_3 \text{TANG}_i + \beta_4 \text{FC}_i + \beta_5 \text{TOBINSQ}_i + u$$

### 3.3 Descrição da amostra

A população do estudo é constituída por todas as empresas listadas na B3. A amostra é composta por 383 empresas listadas na B3 no período de 2001 a 2015, totalizando 2851 observações. A amostra é constituída por empresas que atuam em diversos setores da economia, objetivando reduzir o risco de uma amostra viesada em algum setor. A pesquisa obteve um total de 14 setores da economia, sendo a distribuição de empresas por setor não tão discrepante (Tabela 1).

Algumas observações foram excluídas da amostra seguindo relevante literatura prévia

Araújo *et al.* (2017); Pinheiro *et al.* (2017); Kyriazopoulos, (2017); Fonseca, Silveira e Hiratuka (2016); Matragrano, Bernardes e Gonçalves (2015): (1) as empresas do setor financeiro; (2) aquelas com patrimônio líquido negativo; (3) as que não dispunham de dados para a pesquisa no período analisado. O painel de dados é desbalanceado.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Este trabalho objetiva analisar a contribuição da governança corporativa sobre a estrutura de capital – notadamente a capacidade de financiamento e a capacidade de emissão de ação – das empresas brasileiras entre 2001 e 2015. Dessa forma foram realizadas quatro testes para avaliar a dinâmica da governança corporativa sobre a obtenção de recursos por fonte externa: um modelo de regressão linear estimadas por Mínimos Quadrados Generalizados para painel estimado para o endividamento de curto prazo, o endividamento de longo prazo e para o endividamento total e, um modelo logit para a emissão de ações. Além disso, procede-se com a verificação descritiva das variáveis e de testes de comparação de média.

### 4.1 Estatística descritiva das variáveis descritivas da pesquisa

A pesquisa teve como amostra o total de 383 empresas entre 2001 e 2015, totalizando 2851 observações. Essa amostra está distribuída em 14 diferentes setores da economia, sendo os mais representativos: Energia elétrica (14,91% das empresas da amostra), Siderurgia e metalurgia (9,15%) e Químico (8,80%). Os setores de menor representatividade foram agregados dando origem ao grupo ‘Outros’ (Tabela 1).

Tabela 1 – Distribuição da amostra entre os setores da economia

Setores	Frequência	Percentual (%)
Agro e Pesca	47	1,65
Alimentos e bebidas	185	6,49
Comércio	137	4,81
Construção	233	8,17
Energia Elétrica	425	14,91
Mineração	71	2,49
Químico	251	8,80
Petróleo e gás	63	2,21
Siderurgia e Metalurgia	261	9,15
Telecomunicações	150	5,26
Têxtil	216	7,58
Veículos e peças	142	4,98
Transporte	94	3,30
Outros	576	20,20
<b>Total</b>	<b>2851</b>	<b>100</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

A distribuição temporal da amostra da pesquisa é apresentada na Tabela 2. Verifica-se haver uma distribuição equilibrada das observações ao longo dos anos observados na pesquisa. Mesmo havendo este equilíbrio, o ano que foi obtido mais observações foi 2010

(7,37%), seguido por 2011 (7,26%).

Tabela 2 – Distribuição da amostra ao longo dos anos de análise

<b>Ano</b>	<b>Frequência</b>	<b>Percentual</b>	<b>Percentual acumulado</b>
2001	193	6,77	6,77
2002	175	6,14	12,91
2003	170	5,96	18,87
2004	180	6,31	25,18
2005	168	5,89	31,08
2006	169	5,93	37,00
2007	198	6,94	43,95
2008	199	6,98	50,93
2009	204	7,16	58,08
2010	210	7,37	65,45
2011	207	7,26	72,71
2012	204	7,16	79,87
2013	203	7,12	86,99
2014	195	6,84	93,83
2015	176	6,17	100
<b>Total</b>	<b>2851</b>	<b>100</b>	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com relação à classificação das empresas por nível de governança corporativa, ainda há um predomínio pela permanência no segmento tradicional (57,63% das observações), comparativamente à aderência há algum nível diferenciado de governança corporativa (NDGC) (42,37%). Além disto, dentre os segmentos diferenciados, o Novo Mercado é o de maior adesão das empresas brasileiras (27,32%), conforme Tabela 3.

Tabela 3 – Distribuição da amostra por segmento de governança corporativa

<b>Segmento de governança corporativa</b>	<b>Frequência</b>	<b>Percentual</b>
Tradicional	1643	57,63
Nível 1	318	11,15
Nível 2	111	3,89
Novo Mercado	779	27,32
<b>Total</b>	<b>2851</b>	<b>100</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

A exploração das variáveis da pesquisa pode ser visualizada a partir da aplicação da estatística descritiva, o que proporciona o maior entendimento acerca das variáveis e uma análise mais apurada quando da investigação dos resultados dos testes estatísticos multivariados. Dessa forma procedeu-se à verificação da média, mediana, desvio-padrão, coeficiente de variação, mínimo e máximo para cada uma das variáveis da pesquisa (Tabela 4).

Observa-se que, em média, o endividamento de curto prazo é menos utilizado pelas empresas brasileiras (8,81%), tendo um desvio-padrão de 0,0997. Por sua vez, o ENDLP tem maior média para as empresas da amostra (12,77%), apresentando um desvio-padrão de 0,1201. Mesmo as empresas obtendo endividamento de longo prazo, este acesso ao endividamento de longa maturação não chega a representar nem 15% dos ativos que as empresas detêm.

As oportunidades de crescimento, mensurada pela variável TOBINSQ, representam em média 1,07, indicando que o valor das empresas é maior que o total de seus ativos, assim trata-se de empresas com mais oportunidades de crescimento e demandantes de mais recursos para financiar estas oportunidades. O tamanho médio, ajustado pelo  $Ln$ , foi de 13,35 tendo um desvio-padrão de 1,71; as empresas não parecerem diferir tanto em relação ao seu tamanho. Os fluxos de caixa são na ordem de 0,54 apresentando um desvio de 1,02; indicando haver uma acentuada discrepância entre as empresas, ou seja, algumas detêm maiores quantidades de fluxo de caixa e outras detêm poucos fluxos de caixa (Tabela 4).

Tabela 4 – Estatística descritiva das variáveis da pesquisa

Variável	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	CV	Mínimo	Máximo
ENDCP	2851	0,0881	0,0586	0,0997	1,1309	0,0000	0,9569
ENDLP	2589	0,1277	0,0935	0,1201	0,9409	0,0000	0,7199
ENDT	2851	0,2041	0,1754	0,1579	0,7739	0,0000	0,9569
TANG	2851	0,2208	0,1633	0,2221	1,0059	0,0000	0,9117
TOBINSQ	2851	1,0722	0,8049	0,9338	0,8709	0,0127	5,9326
TAM	2851	13,3582	13,4058	1,7175	0,1286	7,1123	19,4506
FC	2695	0,5475	0,3275	1,0223	1,8672	-1,9180	1,9969

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 5, observa-se que o endividamento de curto prazo é mais utilizado pelas empresas do segmento tradicional (9,93%), dentre os segmentos diferenciados o Novo Mercado é o que apresenta maior endividamento de curto prazo (8,81%). Em relação ao endividamento de longo prazo, o Nível 2 é o que dispõe de maior volume deste tipo de endividamento (15,71%), ocorrendo do segmento tradicional apresentar menor endividamento de longo prazo (12,20%) em relação a todos os demais segmentos de governança corporativa. Em se tratando do endividamento total, o Nível 2 apresenta maior volume de endividamento (23,01%), em contraste o Novo Mercado apresenta menor volume total de endividamento (19,07%).



Tabela 5 – Endividamento por segmento de governança corporativa

<b>Segmento de governança corporativa</b>	<b>Estatísticas</b>	<b>ENDCP</b>	<b>ENDLP</b>	<b>ENDT</b>
Tradicional	N	1643	1452	1643
	Média	0,0993	0,1220	0,2071
	Mediana	0,0674	0,0918	0,1848
	Desvio-padrão	0,1107	0,1159	0,1604
	Coefficiente de variação	1,1142	0,9503	0,7745
	Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000
	Máximo	0,9569	0,6821	0,9569
Nível 1	N	318	301	318
	Média	0,0662	0,1542	0,2121
	Mediana	0,0473	0,1117	0,1684
	Desvio-padrão	0,0656	0,1358	0,1642
	Coefficiente de variação	0,9921	0,8809	0,7740
	Mínimo	0,0000	0,0001	0,0001
	Máximo	0,3253	0,6503	0,7470
Nível 2	N	111	104	111
	Média	0,0828	0,1571	0,2301
	Mediana	0,0374	0,1103	0,1962
	Desvio-padrão	0,1127	0,1483	0,1846
	Coefficiente de variação	1,3607	0,9436	0,8026
	Mínimo	0,0000	0,0002	0,0008
	Máximo	0,6617	0,6570	0,8332
Novo Mercado	N	779	732	779
	Média	0,0743	0,1238	0,1907
	Mediana	0,0526	0,0892	0,1600
	Desvio-padrão	0,0797	0,1151	0,1447
	Coefficiente de variação	1,0722	0,9293	0,7589
	Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000
	Máximo	0,7129	0,7199	0,8143
Total	N	2851	2589	2851
	Média	0,0881	0,1277	0,2041
	Mediana	0,0586	0,0935	0,1754
	Desvio-padrão	0,0997	0,1201	0,1579
	Coefficiente de variação	1,1309	0,9409	0,7739
	Mínimo	0,0000	0,0000	0,0000
	Máximo	0,9569	0,7199	0,9569

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em se tratando da emissão de ações, os resultados indicaram um comportamento não emissor de ações por parte das empresas listadas no segmento tradicional (64,58% das

observações em que não houve emissão de ações). Por outro lado, das observações em que houve emissão de ações, a maioria esteve em algum segmento diferenciado de governança corporativa (60,84%), sendo o Novo Mercado o que teve a maior representatividade (42,84%). O teste qui<sup>2</sup> indicou um desbalanceamento entre emissão de ações e segmento de mercado (Valor-p = 0,000), o que indica haver, de fato, uma maior facilidade de emissão de ações para empresas listadas em segmentos diferenciados (Tabela 6).

Tabela 6 – Emissão e não emissão de ação por segmento de governança corporativa

Emissão de ação	Estatísticas	Segmento de governança corporativa				Total
		Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo mercado	
Não emitiu ações	Nº de observações	1344	219	71	447	2081
	Participação grupo	64,58%	10,52%	3,41%	21,48%	100%
	Participação segmento	81,85%	68,87%	65,14%	57,83%	73,22%
	Participação total	47,29%	7,71%	2,5%	15,73%	73,22%
Emitiu ações	Nº de observações	298	99	38	326	761
	Participação grupo	39,16%	13,01%	4,99%	42,84%	100%
	Participação segmento	18,15%	31,13%	34,86%	42,17%	26,78%
	Participação total	10,49%	3,48%	1,34%	11,47%	26,78%
Total	Nº de observações	1642	318	109	773	2842
	Participação grupo	57,78%	11,19%	3,84%	27,2%	100%
	Participação segmento	100%	100%	100%	100%	100%
	Participação total	57,78%	11,19%	3,84%	27,2%	100%

Pearson chi2 (3) = 162,5147

Valor-p = 0,000

OBS<sub>1</sub>: ‘Participação grupo’ indica a representatividade percentual horizontal, ou seja, em relação ao grupo (emitiu ou não emitiu ações).

OBS<sub>2</sub>: ‘Participação segmento’ se refere à representatividade percentual em relação à coluna, ou seja, em relação ao segmento de governança corporativa.

OBS<sub>3</sub>: ‘Participação total’ trata da representatividade percentual em relação ao total de observações.

OBS<sub>4</sub>: O total geral de observações (2842) difere do total de observações da pesquisa (2851) devido algumas observações não terem sido possíveis de verificar se houve ou não emissão de ações.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Após a exploração descritiva dos dados da pesquisa, procedeu-se a realização de testes estatísticos. Na seção a seguir, são apresentados e discutidos os resultados obtidos através dos testes de comparação de médias.

## 4.2 Comparação das empresas brasileiras por segmento de governança

Na Tabela 7, são apresentadas as variáveis de endividamento (ENDCP; ENLDP e ENDT) segregadas por segmento de governança corporativa. Em relação ao endividamento de curto prazo (ENDCP) o segmento tradicional foi o que mais utilizou este tipo de endividamento. Em se tratando do endividamento de longo prazo, o Nível 2 foi o que

apresentou maior valor médio deste tipo endividamento, além disto todos os segmentos diferenciados utilizam mais de endividamento de longa maturação que o segmento tradicional. Quanto ao endividamento total (ENDT), o Nível 2 é o que mais se endivida quando se considera o total do endividamento – curto mais longo prazo (Tabela 7).

Tabela 7 – Comparação de médias de endividamento por nível de governança

Segmento governança corporativa	ENDCP		ENDLP		ENDT	
	N	Média	N	Média	N	Média
Tradicional	1643	0,0993	1452	0,1219	1643	0,2071
Nível 1	318	0,0662	301	0,1541	318	0,2120
Nível 2	111	0,0828	104	0,1571	111	0,2300
Novo mercado	779	0,0743	732	0,1238	779	0,1906
Total	2851	0,0881	2589	0,1276	2851	0,2040
Teste F		17,43		8,37		3,36
P-value		0,0000		0,0000		0,0181

OBS.: Resultados obtidos através do emprego de análise de variância (ANOVA).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Foi empregado o Teste t para verificar se há diferença estatisticamente significativa das variáveis da pesquisa em relação aos segmentos de governança corporativa (Tradicional ou NDGC). Os resultados indicaram que o endividamento de curto prazo (ENDCP) e a tangibilidade (TANG) são maiores para as empresas do segmento tradicional, já o endividamento de longo prazo (ENDLP), o tamanho (TAM), as oportunidades de crescimento (TOBINSQ) e o fluxo de caixa (FC) é superior para as empresas listadas em algum segmento diferenciado de governança corporativa (Tabela 8).

Tabela 8 – Comparação de médias por *dummy* governança corporativa.

Variável		Tradicional	NDGC	Diferença	Teste t	P-value
ENDCP	N	1643	1208			
	Média	0,0993	0,0729	0,0263	7,3800	0,0000
ENDLP	N	1452	1137			
	Média	0,1219	0,1348	-0,0129	-2,6900	0,0071
ENDT	N	1643	1208			
	Média	0,2071	0,1999	0,0071	1,2080	0,2269
TANG	N	2072	779			
	Média	0,2519	0,1376	0,1143	11,9970	0,0000
TAM	N	1643	1208			
	Média	12,825	14,0834	-1,2584	-21,6430	0,0000
TOBINSQ	N	1643	1208			
	Média	0,9219	1,2765	-0,3546	-9,8550	0,0000
FC	N	1543	1152			
	Média	0,3764	0,7766	-0,4001	-10,0250	0,0000

OBS.: Resultados obtidos através do emprego de Teste t.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Um resultado adicional das características das empresas brasileiras está relacionado ao tamanho e à tangibilidade, de forma que as empresas do segmento tradicional são mais intensivas em tangíveis, por outro lado as empresas listadas em segmentos diferenciados são maiores. Esse paradoxo entre tangibilidade e tamanho pode indicar a característica das empresas listadas nos segmentos diferenciados serem intensivas em inovação e desenvolvimento, capital intelectual e outros intangíveis. De forma que a representativa desses intangíveis é de tal magnitude, que contribui para estas empresas terem maior tamanho (total de ativos).

### 4.3 Estimação dos modelos por Mínimos Quadrados Generalizados para painel

Na Tabela 9 apresenta-se a matriz de correlação. O tamanho (TAM) apresentou correlação positiva com o endividamento de longo prazo (ENDLP) e negativa com o endividamento de curto prazo (ENDCP); as empresas maiores por serem mais solidificadas em seus mercados acessam de forma facilitada o endividamento de longo prazo. A tangibilidade (TANG) teve relação positiva com os três tipos de endividamento, evidência de que as empresas mais tangíveis conseguem obter endividamento de qualquer maturação, pois os tangíveis podem ser utilizados como garantias. O fluxo de caixa (FC) relacionou-se negativamente com todas as variáveis de endividamento, conforme a teoria *Pecking Order* as empresas recorrem primeiramente aos fundos internos antes de recorrer ao endividamento ou a emissão de ação. As oportunidades de crescimento (TOBINSQ) apresentaram relação negativa com o endividamento, de modo que as empresas com mais oportunidades de crescimento estão controlando o risco atrelado ao endividamento e, assim podem estar utilizando destas maiores oportunidades para obterem recursos por outras fontes de recursos. O tamanho, a tangibilidade as oportunidades de crescimento e o fluxo de caixa não apresentaram correlação forte entre si.

Tabela 9 – Correlação das variáveis da pesquisa.

	ENDCP	ENDLP	ENDT	TANG	FC	TOBINSQ	TAM
ENDCP	1						
ENDLP	<b>0,0366*</b>	1					
ENDT	<b>0,6485***</b>	<b>0,8023***</b>	1				
TANG	<b>0,0617***</b>	<b>0,1733***</b>	<b>0,1957***</b>	1			
FC	<b>-0,2406***</b>	<b>-0,1353***</b>	<b>-0,2425***</b>	<b>-0,3080***</b>	1		
TOBINSQ	<b>-0,0718***</b>	-0,0058	<b>-0,0558***</b>	<b>-0,1535***</b>	<b>0,2759***</b>	1	
TAM	<b>-0,2373***</b>	<b>0,1752***</b>	0,0086	0,0070	<b>0,1901***</b>	<b>0,1251***</b>	1

OBS<sub>1</sub>: \*\*\* Significante a 1%.

OBS<sub>2</sub>: \*\* Significante a 5%.

OBS<sub>3</sub>: \* Significante a 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na Tabela 10 constam os resultados relativos à estimação dos modelos para as variáveis de endividamento. A governança corporativa (GC) apresentou efeito negativo sobre o endividamento de curto prazo (ENDCP – modelo i) e, efeito positivo sobre o endividamento de longo prazo (ENDLP – modelo ii), contudo não teve significância no endividamento total (ENDT – modelo iii). As empresas brasileiras que adotam boas práticas de governança corporativa estão obtendo recursos principalmente por endividamento de longo prazo, o que é saudável para a organização. A dívida de longo prazo é a mais adequada para financiar os projetos das empresas, pois ela possibilita maior prazo para a organização implementar os projetos e gerar recursos para honrar com a obrigação de pagar a dívida.

As empresas que adotam boas práticas de governança são reconhecidas pelos credores como um ambiente seguro e confiável para investir recursos. Por sua vez, as empresas diante dessa confiança, passam a direcionar suas decisões de financiamento para priorizarem a obtenção de dívidas de longo (PINHEIRO *et al.*, 2017; FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016; COSTA FILHO *et al.*, 2016; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Tabela 10 - Estimação de modelos referentes às variáveis de endividamento

Variável	(i) ENDCP	(ii) ENDLP	(iii) ENDT
GC	<b>-0,0104**</b> (0,0043)	<b>0,0126**</b> (0,0063)	0,0082 (0,0076)
TAM	<b>-0,0101***</b> (0,0014)	<b>0,0134***</b> (0,0016)	<b>0,0046**</b> (0,0021)
TANG	-0,0063 (0,0107)	<b>0,0837***</b> (0,0131)	<b>0,0970***</b> (0,0160)
FC	<b>-0,0198***</b> (0,0028)	<b>-0,0142***</b> (0,0027)	<b>-0,0320***</b> (0,0036)
TOBINSQ	<b>0,0058**</b> (0,0027)	0,0045 (0,0028)	<b>0,0075**</b> (0,0037)
Constante	0,2590*** (0,0217)	-0,0792*** (0,0277)	0,1629*** (0,0320)
N. observ.	2.695		
Wald chi2(32)	416,24		
Valor-p	0,0000		

OBS<sub>1</sub>: \*\*\* Significante a 1%.

OBS<sub>2</sub>: \*\* Significante a 5%.

OBS<sub>3</sub>: \* Significante a 10%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em relação aos fatores determinantes da estrutura de capital, de fato há alguns que interferem na capacidade de financiamento da empresa. O tamanho (TAM) foi significativo em

todos os modelos, tendo efeito negativo sobre o endividamento de curto prazo e positivo com o endividamento de longo prazo e endividamento total. As empresas maiores acessam a dívida de forma facilitada, principalmente dívida de longo prazo. Essa facilidade no acesso ao endividamento pode ser atribuída ao fato das empresas maiores terem maior reputação, por serem mais atuantes em seus mercados e gerirem maior volume de ativos que gerem resultados (PINHEIRO *et al.*, 2017; FONSECA; SILVEIRA; HIRATUKA, 2016; COSTA FILHO *et al.*, 2016; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

A tangibilidade (TANG) apresentou um efeito positivo sobre o endividamento de longo prazo (ENDLP) e sobre o endividamento total (ENDT). Uma provável explicação para este efeito positivo seria a utilização destes ativos tangíveis como garantia para os financiamentos obtidos pela empresa.

Quanto às oportunidades de crescimento (TOBINSQ), elas se relacionaram de forma positiva com o endividamento de curto prazo e com o endividamento total, não tendo influência sobre o endividamento de longo prazo. Indicando que empresas com mais oportunidades de crescimento por serem mais demandantes de recursos buscam se financiar de todas as formas possíveis, inclusive recorrendo ao endividamento de curto prazo. O qual não é saudável financeiramente para a entidade, haja vista o curto período de maturação da dívida que pode não coincidir com o tempo necessário para os projetos gerarem retornos para a entidade.

Por sua vez, o fluxo de caixa (FC) apresenta relação inversa em todos os modelos estimados. Esta relação é prevista pela Teoria *Pecking Order*, pois as empresas utilizariam inicialmente os recursos gerados internamente antes de recorrer ao endividamento. Explicação alternativa para este efeito negativo está baseada na possibilidade das empresas estarem sujeitas a restrições financeiras que impediriam o acesso ao endividamento e as obrigaria a se financiarem com recursos próprios (CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; VALLELADO, 2014; COTEI; FARHAT; ABUGRI, 2011; DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009; CHIRINKO; SCHALLER, 1995; FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988; MYERS, 1984).

#### **4.4 Regressão logit**

O modelo logit é empregado quando a variável dependente é categórica, binária – nesta pesquisa utilizou-se uma *dummy* para emissão de ações (ACOES). Na Tabela 11 visualiza-se o resultado obtido da regressão logit para a emissão de ação. A governança

corporativa tem efeito positivo sobre a emissão de ações, a adoção de práticas de governança corporativa possibilita maior capacidade de obtenção de recursos externos via emissão de ações pela empresa brasileira. De fato, quando é oferecido um ambiente que garanta o direito aos acionistas e seguro para o investimento, a propensão das organizações em emitir ações é ampliada, haja vista que a adoção voluntária de boas práticas de governança corporativa dá essa segurança aos investidores do mercado acionário.

Tabela 11 - Estimação de modelo para emissão de ação - ACOES.

	ACOES
GC	<b>0,7721***</b> (0,1139)
TAM	<b>0,1296***</b> (0,0349)
TANG	<b>-1,1878***</b> (0,2718)
FC	-0,0602 (0,0480)
TOBINSQ	<b>0,3163***</b> 0,0544
Constante	-3,8512*** (0,5087)
Wald Chi <sup>2</sup>	284,30
Prob Chi <sup>2</sup> (32)	0,000
PseudoR <sup>2</sup>	0,1153

OBS<sub>1</sub>: Coeficientes estimados e desvios padrões robustos à heteroscedasticidade (entre parênteses) referentes à estimação do modelo da equação.

OBS<sub>2</sub>: O Wald chi<sup>2</sup> (32) é o teste de significância do modelo.

OBS<sub>3</sub>: \*\*\* Significante a 1%.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O tamanho (TAM) teve efeito positivo sobre a emissão de ações. Deste modo as grandes empresas detêm acesso facilitado a recursos externos via emissão de ações, uma vez que já são empresas de maior reputação ou mais atuantes no mercado e, portanto conseguem passar confiança para o mercado em relação à segurança e retorno de seus papéis. A tangibilidade (TANG) teve efeito negativo sobre a emissão de ações – possivelmente as empresas mais tangíveis estariam obtendo maior volume de recursos por endividamento e não estariam recorrendo à emissão de ações. Não se observou efeito significativo do fluxo de caixa (FC) sobre a emissão de ações.

As oportunidades de crescimento (TOBINSQ) apresentaram influência positiva sobre a emissão de ações. As empresas brasileiras que têm mais oportunidades de oportunidades de crescimento necessitam de maior volume de recursos para financiar seus projetos de

investimento, assim elas recorrem ao endividamento e à emissão de ação para angariar mais recursos a fim de viabilizar tais projetos. O resumo das relações esperadas e encontradas é apresentado no Quadro 4.

Quadro 4 – Resumo relações esperadas e encontradas na pesquisa.

Esperado					Encontrado				
	Endividamento			Emissão de ações		Endividamento			Emissão de ações
	ENDCP	ENDLP	ENDT	ACOES		ENDCP	ENDLP	ENDT	ACOES
GC	+	+	+	+	GC	-	+	NS	+
TAM	+	+	+	+	TAM	-	+	+	+
TANG	+	+	+	+	TANG	NS	+	+	-
FC	-	-	-	-	FC	-	-	-	NS
TOBINSQ	ND	ND	ND	+	TOBINSQ	+	NS	+	+

OBS<sub>1</sub>: 'ND': Não definida a relação esperada;

OBS<sub>2</sub>: 'NS': Não foi verificada relação estatisticamente significativa;

Fonte: Elaborado pelo autor.

A governança corporativa sinaliza maior confiança a possíveis investidores preocupados com as falhas informacionais das organizações e o risco de expropriação de riquezas. De fato, capacidade de emissão de ação se apresentou influenciada positivamente pela governança corporativa. Dessa forma, as empresas aderem aos segmentos diferenciados objetivando, entre outras considerações, sinalizar aos investidores que elas são ambientes confiáveis e seguros para investidores e credores aplicarem recursos.



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A estrutura de capital é uma das decisões mais importantes da entidade, tanto em relação ao custo para obter ou arcar com as fontes de recursos como o custo informacional atrelado aos diversos tipos de recursos internos e externos. As organizações que adotam voluntariamente boas práticas de governança corporativa sinalizam confiabilidade e segurança para investidores e credores aplicam recursos na organização.

Os achados da pesquisa indicaram que a governança corporativa contribui para o acesso ao endividamento, principalmente o endividamento de longo prazo. A adoção de boas práticas de governança possibilita às empresas o acesso ao endividamento de maior qualidade, uma vez que terão mais prazo para gerar resultado – antes de terem que honrar com seu compromisso de amortizar a dívida.

A emissão de ação foi influenciada positivamente pela governança corporativa. De fato, a governança corporativa objetiva tornar a organização um ambiente seguro para os investidores e, portanto reduzir o risco a que eles estão expostos de terem suas riquezas expropriadas pelos administradores ou pelos acionistas majoritários. Empresas que adotam boas práticas de governança corporativa são consideradas ambientes seguros e confiáveis para a aplicação de recurso e, assim conseguem obter recursos externos via emissão de ação.

Há evidência na pesquisa que outros fatores influenciam a capacidade de obter recursos externos da empresa brasileira. O tamanho é um destes fatores, o qual contribui positivamente para a obtenção do endividamento de maior qualidade – endividamento de longo prazo que é o próprio para financiar os projetos de investimentos da organização – e, contribui para a emissão de ação – haja vista a reputação das maiores empresas torna as ações dessas empresas mais atraente que as ações de pequenas empresas.

A tangibilidade se relaciona de forma direta com o endividamento de longo prazo e inversa com a emissão de ação. Possivelmente a empresa brasileira usa seus ativos tangíveis como garantias para a obtenção de dívida e assim recorre menos à emissão de ação. O fluxo de caixa apresenta relação inversa com o endividamento e não influencia a emissão de ação. A teoria *Pecking Order* preconiza que primeiramente a organização utiliza os recursos internos antes de recorrer ao endividamento ou à emissão de ação. De forma alternativa, o estudo das restrições financeiras indica que talvez a entidade recorra ao seu fluxo de caixa para financiar os projetos porque não consegue obter recursos de outra natureza.

Empresas com mais oportunidades de crescimento demandam maior volume de

recursos para financiar projetos e assim, recorrem a toda fonte de recurso disponível – inclusive dívida de curta maturação ou emissão de ação. O uso de dívida de curto prazo pela empresa brasileira com mais oportunidades de crescimento não é uma prática saudável, haja vista que o prazo de amortização da dívida pode não coincidir com o tempo necessário para os projetos implementados gerarem recursos para a entidade arcar com suas obrigações. Assim a organização pode se expor ao risco financeiro de não ter como arcar com suas dívidas.

Este trabalho tem a pretensão de contribuir com a pesquisa científica sobre estrutura de capital e governança corporativa, uma vez que proporciona análises sobre a capacidade da empresa brasileira em acessar as fontes de recursos externos, quando adota boas práticas de governança corporativa. Sugere-se para novos estudos o avanço destas análises considerando mercados de outros países.

## REFERÊNCIAS

- ALBANEZ, T. **Efeitos do market timing sobre a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras**. 2012. 260 f. Tese (Doutorado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em: <<https://goo.gl/TR2UqW>>. Acesso em: 17 out. 2017.
- ALMEIDA, R. S. de; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Composição do conselho de administração no setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 11, n. 1, jan./abr. 2013. Disponível em: <<https://bit.ly/2JEVpOP>>. Acesso em: 12 nov. 2017.
- ANDRADE, L. P. de *et al.* Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, p. 4-13, jul./ago. 2009. Disponível em: <<https://bit.ly/2HZrqEc>>. Acesso em: 01 nov. 2017.
- AKERLOF, G. A. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500. 1970.
- ARAÚJO, J. G. de *et al.* A estrutura de capital e a governança: análise dos conselhos de administração e estrutura de propriedade nas empresas listadas no IBRX-100. **Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 2, p. 121-140, maio/ago. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/j9yWB4>>. Acesso em: 13 nov. 2017.
- ARROW, K. J. Uncertainty and the welfare economics of medical care. **The American Economic Review**, v. 53, n. 5, p. 941-973. 1963.
- B3. **Regulamento do Novo Mercado**. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2Ku6nYQ>>. Acesso em: 16 fev. 2018.
- BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, 2002.
- \_\_\_\_\_. Investor sentiment in the stock market. **Journal of Economic Perspectives**, v. 21, n. 2, p. 129-151. 2007. Disponível em: <<https://goo.gl/i9RgZs>>. Acesso em: 29 out. 2017.
- BEBCHUK, L.A.; SPAMANN, H. Regulating Bankers' Pay. Outubro. **Georgetown Law Journal**, v. 98, n. 2, p. 247-287, 2009. Disponível em: <<https://goo.gl/jUXJUx>>. Acesso em: 11 nov 2017.
- BEIRUTH, A. X. *et al.* Níveis diferenciados de governança corporativa e disclosure timeliness: um estudo exploratório no mercado brasileiro. **Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 1, p. 77-89, jan./abr., 2014. Disponível em: <<https://goo.gl/gh6Y3g>>. Acesso em: 29 out. 2017.
- BERGAMINI JUNIOR, S. Controles internos como instrumentos de governança corporativa. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 149-188, dez. 2005. Disponível em: <<https://goo.gl/NbUZQg>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BEUREN, I. M.; SILVA, J. O. da. Remuneração dos executivos nas maiores empresas brasileiras da bovespa: análise da evidenciação à luz do modelo de Ferrarini, Moloney e Ungureanu. **Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión**, v. 10, n. 19, enero/jun. 2012. Disponível em: <<https://goo.gl/HEbqfu>>. Acesso em: 11 nov. 2017.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. Disponível em: <<https://goo.gl/wefFvp>>. Acesso em: 15 out. 2017.

BRANDÃO, Isac de Freitas. **Estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa**: uma análise das companhias de capital aberto do Brasil. 2014. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2014.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 dez. 1976, P. 1 (Suplemento). Disponível em: <<https://bit.ly/2r8B9xE>>. Acesso em 06 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial**, Poder Executivo, Brasília, DF, 09 dez. 1976, P. 16037. Disponível em: <<https://bit.ly/2HCC00v>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial**, Poder Legislativo, Brasília, DF, 06 maio 1997, P. 9009. Disponível em: <<https://bit.ly/2FssJpN>>. Acesso em: 28 mar. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial**, Poder Legislativo, Brasília, DF, 01 nov. 2001. Disponível em: <<https://bit.ly/2KnXFeA>>. Acesso em: 16 fev. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei n. 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial**, Poder Executivo, Brasília, DF, 27 fev. 2002. Disponível em: <<https://bit.ly/2KnXFeA>>. Acesso em: 16 fev. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 dez. 2007, P. 2 (Edição Extra). Disponível em: <<https://bit.ly/2siqaoq>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

\_\_\_\_\_. Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis nos 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404,

de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei no 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de Desenvolvimento; e dá outras providências. **Diário Oficial**, Poder Executivo, Brasília, DF, 27 jun. 2011, P. 1. Disponível em: <<https://bit.ly/2nIpIfm>>. Acesso em: 26 fev. 2018.

BUETTNER, T. *et al.*. The impact of thin-capitalization rules on the capital structure of multinational firms. **Journal of Public Economics**, v. 96, n. 1, p. 930–938, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2InoT3M>>. Acesso em: 15 maio 2018.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio/ago. 2013. Disponível em: <<https://bit.ly/2jdBaNg>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa beneficia o acionista e aumenta a liquidez acionária? evidências empíricas do mercado brasileiro. **Revista de Gestão**, v. 17, n. 2, p. 189-208, abr./jun. 2010. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.5700/rege394>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

CAMPOS, A. L. S.; NAKAMURA, W. T. Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 19, n. Especial, p. 20-37, 2015.

CHIRINKO, R. S.; SCHALLER, H. Why does liquidity matter in investment equations. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 27, n. 2, p. 527-548. 1995. Disponível em: <<https://bit.ly/2IIGDwo>>. Acesso em: 14 maio 2018.

CHOI, J. J.; YOO, S. S. **Foreign capital and local firms**: the effect of foreign ownership and management on corporate performance. [Working paper]. City University London. 30 Oct. 2010.

CLAENSSES, S.; FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: a survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, Sept. 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 586, de 8 de junho de 2017**. Altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<https://bit.ly/2vWtXKH>>. Acesso em: 27 abr. 2018.

CONNELLY, B. L. *et al.* Ownership as a form of corporate governance. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 8, Dec. 2010.

CORREA, A. A.; BASSO, L. F. C.; NAKAMURA, W. T. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 14, n. 4, jul./ago. 2013. Disponível em: <<https://goo.gl/gn1Fba>>. Acesso em 31 dez. 2016.

COSTA FILHO, J. C. B. da *et al.* Endividamento e qualidade da governança corporativa nas companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 10, n. 3, p. 41-62, set./dez. 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/MWv7GL>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

COTEI, C.; FARHAT, J.; ABUGRI, B. A. Testing trade-off and pecking order models of capital structure: does legal system matter? **Managerial Finance**, v. 37, n. 8, p. 715-735. 2011. Disponível em: <<https://bit.ly/2HA4VX3>>. Acesso em: 17 nov. 2017.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima. **Inversión, restricción financiera y estructura de propiedad en Brasil**. Saarbrücken: Editorial Académica Española, 2011.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; VALLELADO-GONZÁLEZ, E. Firm size matters for financial constraints: evidence from Brazil. **Sistemas & Gestão**, v. 7, n. 3, p. 490-501, 2012. Disponível em: <DOI:10.7177/sg.2012.v7.n3.a16>. Acesso em: 19 out. 2017.

\_\_\_\_\_. Financial constraints for investment in Brazil. **International Journal of Managerial Finance**, v. 10, n. 1, p. 73-92. 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2raCd3Q>>. Acesso em: 16 jul. 2017.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Financiamiento de la inversión y las imperfecciones del mercado. **Información Financiera, Gerencia y Control**, v. 1, n. 3, p. 11-48. 2011.

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n.1, p. 1-30. 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2r8iQcD>>. Acesso em: 21 ago. 2017.

CUETO, D. C. **Corporate governance and ownership structure in emerging markets: evidence from Latin America**. 2009. Thesis (Ph.D.) - John Molson School of Business, Concordia University, Montreal, Quebec, Canada, 2009. Disponível em: <<http://spectrum.library.concordia.ca/976341/>>. Acesso em: 21 out. 2017.

DAVID, M; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Estudo dos modelos Trade-off e Pecking Order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 6, nov./dez. 2009. Disponível em: <<https://goo.gl/j9qQYv>>. Acesso em: 15 abr. 2017.

DEGRYSE, H.; JONG, A. de. Investment and internal finance: Asymmetric information or managerial discretion? **International Journal of Industrial Organization**, v. 24, n. 1, p. 125-147. 2006. Disponível em: <<https://bit.ly/2KppJxl>>. Acesso em: 14 maio 2018.

DIMITROPOULOS, P. Capital structure and corporate governance of soccer clubs: European evidence. **Management Research Review**, v. 37, n. 7, p. 658-678. 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2HAW5xd>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

DOWBOR, L. Governança corporativa: o caótico poder dos gigantes financeiros. **Pesquisa & Debate**, v. 27, n. 2, dez. 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/5QH1Q9>>. Acesso em: 11 nov. 2017

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 2, maio/ago. 2002. Disponível em: <<https://goo.gl/vPiASi>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

ELMAGRHI, M. *et al.* Trustee board diversity, governance mechanisms, capital structure and performance in UK charities. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 18, n.2, p. 1-32. 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2wSqNrG>>. Acesso em: 17 maio 2018.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970. Disponível em: <<https://goo.gl/s8oQnJ>>. Acesso em: 01 nov. 2017.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. D. de C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 4, p. 27-43, 2000. Disponível em: <<https://bit.ly/2uSb332>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

FÁVERO, Luiz Paulo *et al.* **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus, 2009.

FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. Financing constraints and corporate investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 1, p. 141–195. 1988. Disponível em: <<https://goo.gl/J2XdbR>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. da; HIRATUKA, C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p. 35-52, maio/ago. 2016. Disponível em: <<https://bit.ly/2jfpDgr>>. Acesso em: 26 out. 2017.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44-62. 2009. Disponível em: <<https://bit.ly/2radCNr>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. 6. reimpr. São Paulo: Atlas, 2014.

GONENC, H.; HERMES, N. Propping: evidence from new share issues of Turkish business group firms. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 18, p. 261–275, 2008. Disponível em: <<https://bit.ly/2HB7yYR>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed., Instituto Brasileiro de Governança Corporativa: São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://goo.gl/nUdpsJ>>. Acesso em: 01 nov. 2017.

JALILVAND, A.; HARRIS, R. S. Corporate behavior in adjusting to capital structure and dividend targets: an econometric study. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 1, p. 127-145, Mar. 1984. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2327672>>. Acesso em: 01 nov. 2017.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAYO, E. K.; TEH, C. C.; BASSO, L. F. C. Ativos intangíveis e estrutura de capital: a influência das marcas e patentes sobre o endividamento. **Revista de Administração**, São Paulo, v.41, n.2, p.158-168, abr./jun. 2006. Disponível em: <<https://goo.gl/ksR4ub>>. Acesso em: 15 jun. 2017.

KIESCHNICK, R; MOUSSAWI, R. Firm age, corporate governance, and capital structure choices. **Journal of Corporate Finance**, v. 48, n. 1, p. 597–614. 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2JBXYRO>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

KIRCH, G.; PROCIANOY, J. L.; TERRA, P. R. S. Restrições financeiras e a decisão de investimento das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 68, n. 1, p. 103-123, jan./mar. 2014. Disponível em: <<https://goo.gl/TSaEd4>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

KYRIAZOPOULOS, G. Corporate governance and capital structure in the periods of financial distress. Evidence from Greece. **Investment Management and Financial Innovations**, v. 14, n. 1, p. 254-262. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2HYVtMb>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

LA PORTA, R. *et al.* Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, Oxford, v. 57, n. 3, June 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, April 1999.

LEAL, M. J.; CAMURI, W. C. A governança corporativa e os modelos mundialmente praticados. **Revista de Ciências Gerenciais**, v. 12, n. 15, p. 59-74. 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.17921/1415-6571.2008v12n15p59-74>>. Acesso em: 11 nov. 2017.

LIAO, L.-K. M., T.; W. W. Corporate governance and capital structure dynamics: an empirical study. **The Journal of Financial Research**, v. 38, n. 2, p. 169–191. 2015. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/jfir.12057>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

LIMA, M. V. A. *et al.* Apoio multicritério na gestão da estrutura de capital de pequenas e médias empresas. **Revista Gestão & Tecnologia**, v. 12, n. 3, p. 146-173, 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2wIm6kf>>. Acesso em: 15 maio 2018.

LIMA, S. H. de O. *et al.* Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBovespa. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, p. 187-204, abr./jun. 2015. Disponível em: <<https://goo.gl/EXwLW6>>. Acesso em: 26 out. 2017.



MACHADO, L. K. C. *et al.* A relevância da estrutura de capital no desempenho das firmas: uma análise multivariada das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 9, n. 3, p. 397-414. 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2vZAft4>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MARQUES, T. de A.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A concentração acionária no Brasil: Análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100-133, jul./ago. 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2vWO4se>>. Acesso em: 10 nov. 2017.

MARSH, P. The choice between equity and debt: an empirical study. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 1, p. 121-144, Mar. 1982. Disponível em: <<https://goo.gl/5yaxiT>>. Acesso em: 01 nov. 2017

MARTINS, V. G. *et al.* Níveis diferenciados de governança corporativa e a qualidade da informação contábil durante o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade. **ConTexto**, v. 14, n. 27, p. 23-42, maio/ago. 2014. Disponível em: <<https://goo.gl/WMeeqF>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

MATRAGRANO, D. D.; BERNARDES, P.; GONÇALVES, C. A. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital em empresas brasileiras. **Economia e Gestão**, Belo Horizonte, v. 15, n. 41, out./dez. 2015. Disponível em: <<https://bit.ly/2Fs7owF>>. Acesso em: 05 out. 2017.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

\_\_\_\_\_. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MORELLEC, E.; NIKOLOV, B.; SCHÜRHOFF, N. Corporate governance and capital structure dynamics. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 3, jun. 2012. Disponível em: <[doi:10.1111/j.1540-6261.2012.01735.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01735.x)>. Acesso em: 13 nov. 2017.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

\_\_\_\_\_. Financing of corporations. In G. Constantinides, M. Harris; R. Stulz (Eds.), **Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance**. Amsterdam, North Holland: Elsevier. p. 215-253. 2003.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 19, n. 2, p. 85-111, abr./jun. 2008. Disponível em: <<https://goo.gl/LrPZ1Q>>. Acesso em: 30 out. 2017.

- NASEEM, M. A. *et al.* Capital structure and corporate governance. **The Journal of Developing Areas**, v. 51, n. 1, p. 33-47. 2017. Disponível: <<https://doi.org/10.1353/jda.2017.0002>>. Acesso em: 13 nov. 2017.
- OLIVA, E. de C.; ALBUQUERQUE, L. G. de. Sistema de remuneração de executivos e conselheiros como suporte à estrutura de governança corporativa. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 4, n. 1, p. 61-73. 2007. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/html/3372/337228631006/>>. Acesso em: 11 nov. 2017.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Princípios de governo das sociedades do G20 e da OECD**. Éditions OECD, Paris. 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em: 10 nov. 2017.
- PINHEIRO, Bruno Goes. **Determinantes da estrutura de capital: evidências na América Latina**. 2017. Dissertação (Mestrado em Acadêmico em Administração e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2017.
- PINHEIRO, B. G. *et al.* Estrutura de capital e governança corporativa nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 11, n. 4, p. 451-466. 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2r42j8O>>. Acesso em: 30 mar. 2018.
- PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. **Metodologia do trabalho científico: Métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2. ed. Novo Hamburgo: Universidade FEEVALE, 2013.
- RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. 12. reimpr. São Paulo: Atlas, 2011.
- SANCHES, M. V. **Comportamento de manada em direção ao índice de mercado: evidências no mercado brasileiro de ações**. 2013. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: <<https://goo.gl/bxzHwA>>. Acesso em: 01 nov. 2017.
- SANTANA, A. G. *et al.* Auditoria independente e a qualidade da informação na divulgação das demonstrações contábeis: estudo comparativo entre empresas brasileiras auditadas pelas Big Four e não Big Four. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 19, n.3, p. 70-87, set./dez., 2014. Disponível em: <<https://goo.gl/XT57LV>>. Acesso em: 12 nov. 2017.
- SCHROEDER, R.; G. CLARK, M. W. CATHEY, J. M. **Financial accounting theory and analysis**. 8. ed. Danvers: John Wiley & Sons, 2005.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**. v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SHYAM-SUNDER, L.; MYERS, S. C. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 219-244. 1999. Disponível em: <<https://goo.gl/9fEVpE>>. Acesso em: 17 out. 2017.

SILVA, D. S. de C.; VASCONCELOS, A. C. de; LUCA, M. M. M. de. Comitê de auditoria e gerenciamento de resultados em empresas reguladas e empresas não reguladas. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 3, set./dez. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/QErZDS>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 28, n. 2, p. 51-66. 2008. Disponível em: <<https://bit.ly/2rcFwZl>>. Acesso em: 30 abr. 2018.

SILVEIRA, A. D. M. da; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008. Disponível em: <<https://goo.gl/i6e2wt>>. Acesso em: 27 set. 2017.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Disponível em: <<https://goo.gl/98LKG6>>. Acesso em: 09 nov. 2017.

SMITH, A. **A riqueza das nações: investigação sobre sua natureza e suas causas**. Coleção Os Economistas. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

SROUR, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 4, out./dez. 2005. Disponível em: <<https://goo.gl/CffaPN>>. Acesso em: 11 nov. 2017.

STEIN, J. C. Agency, information, and corporate investment. In: CONSTANTINIDES, G. M. et al (Ed.). **Handbook of the Economics of Finance**. Amsterdam: Elsevier, North-Holland, 2003. Cap.2. p. 111-165.

TAGGART JR., R. A. A model of corporate financing decisions. **The Journal of Finance**. v. 32, n. 5, p. 1467-1484, Dec. 1977. Disponível em: <<https://goo.gl/v5sQ76>>. Acesso em: 26 out. 2017.

TARANTINO, Anthony. **Governance, Risk, and Compliance Handbook: Technology, Finance, Environmental, and International Guidance and Best Practices**. Wiley, 2008.

TEIXEIRA, B; CAMARGO, R. V. W.; VICENTE, E. F. R. Relação entre as características do comitê de auditoria e a qualidade da auditoria independente. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 15, n. 44, p. 60-74, jan./abr. 2016. Disponível em: <<https://goo.gl/dQ5tQN>>. Acesso em: 12 nov. 2017.

TSUJI, C. A survey of the trade-off theory of corporate financing. **Business and Management Review**, v. 1, n. 6, p. 102 – 107, August. 2011. Disponível em: <<https://goo.gl/UjHznv>>. Acesso em: 30 out. 2017.

VIEIRA, K. M. *et al*. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. p. 49-67, jan./mar., 2011. Disponível em: <[doi:10.4270/ruc.2011104](https://doi.org/10.4270/ruc.2011104)>. Acesso em: 13 nov. 2017.

VOGT, M. *et al.* Os efeitos da governança corporativa na estrutura de capital: uma análise nas empresas brasileiras pertencentes ao índice BM&FBovespa de consumo (ICON). **Revista Ambiente Contábil**, v. 9, n. 1, p. 204-222, jan./jun. 2017. Disponível em: <<https://goo.gl/WiACcT>>. Acesso em: 13 nov. 2017.

YOUNG, M. N. *et al.* Corporate governance in emerging economies: a review of the principal–principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220. 2008. Disponível em: <<https://bit.ly/2KynyrD>>. Acesso em: 17 maio 2018.

## ANEXO A – EXIGÊNCIAS DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

COMPARATIVO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM							
	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado (até 28/12/2017)	Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)	Nível 2	Nível 1	Básico
Capital social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25%	25% ou 15%, caso o ADTV ( <i>average daily trading volume</i> ) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%	Não há regra específica
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra específica
Vedação de disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação de acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias as divulgações previstas nos incisos I, II e III do parágrafo Único do art. 20 do regulamento do NM – 2018.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra específica



**COMPARATIVO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM**

	<b>Bovespa Mais</b>	<b>Bovespa Mais Nível 2</b>	<b>Novo Mercado (até 28/12/2017)</b>	<b>Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Básico</b>
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado.  Código de conduta (com conteúdo mínimo).  Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração.  Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário.	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra específica
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Saída do segmento/Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para NM	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para NM ou Nível 2	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Realização de OPA por preço justo, com quórum de aceitação ou concordância com a saída do segmento de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação (ou percentual maior previsto no Estatuto Social)	Realização de OPA, no mínimo, pelo valor econômico em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para NM	Não aplicável	Não aplicável

**COMPARATIVO DOS SEGMENTOS DE LISTAGEM**

	<b>Bovespa Mais</b>	<b>Bovespa Mais Nível 2</b>	<b>Novo Mercado (até 28/12/2017)</b>	<b>Novo Mercado (a partir de 02/01/2018)</b>	<b>Nível 2</b>	<b>Nível 1</b>	<b>Básico</b>
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa	Facultativa
Comitê de Auditoria	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria, estatutário ou não estatutário, que deve atender aos requisitos indicados no regulamento: composição e atribuições	Facultativo	Facultativo	Facultativo
Auditoria interna	Facultativa	Facultativa	Facultativa	Obrigatória a existência de área de auditoria interna que deve atender aos requisitos indicados no regulamento	Facultativa	Facultativa	Facultativa
<i>Compliance</i>	Facultativo	Facultativo	Facultativo	Obrigatória a implementação de funções de <i>compliance</i> , controles internos e riscos corporativos, sendo vedada a acumulação com atividades operacionais	Facultativo	Facultativo	Facultativo

Fonte: *site* BM&Bovespa.



