

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS

Programa de Pós-Graduação em Administração

Mestrado Acadêmico em Administração

Daniel Dayrell Matragrano

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA
DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

Belo Horizonte
2015

Daniel Dayrell Matragrano

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA
DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação Apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Administração

Orientadora: Prof^a Dra. Patrícia Bernardes

Belo Horizonte
2015

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Biblioteca da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

M433g

Matragrano, Daniel Dayrell

Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital em empresas brasileiras / Daniel Dayrell Matragrano. Belo Horizonte, 2015.
117 f.: il.

Orientadora: Patrícia Bernardes

Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais.
Programa de Pós-Graduação em Administração.

1. Governança corporativa. 2. Mercado de capitais. 3. Sociedades por ações. 4. Mercado de capitais. I. Bernardes, Patrícia. II. Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

SIB PUC MINAS

CDU: 658.152

Daniel Dayrell Matragrano

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS DETERMINANTES DA ESTRUTURA
DE CAPITAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação Apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Pontifícia Universidade Católica, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Administração

Orientadora Prof^ª Dra. Patrícia Bernardes (Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais)

Prof. Dr. Humberto Elias Garcia Lopes (Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais)

Prof. Dr. Carlos Alberto Gonçalves (Universidade FUMEC/ UFMG)

Belo Horizonte, 25 de fevereiro de 2015

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora, Prof^a Dra. Patrícia Bernardes, pelo total apoio e disponibilidade para as orientações, enorme competência, pelos preciosos ensinamentos de governança corporativa, economia e finanças, que muito me motivaram para a realização deste trabalho.

À minha querida esposa Danielle e ao pequeno André, pelo apoio incondicional, pela paciência e compreensão em tantos momentos difíceis do curso de Mestrado. Por entenderem a minha ausência e a necessidade de longas jornadas de trabalho para a conclusão deste projeto.

À todos os professores do curso de Mestrado e Doutorado da PUC MG, sábios mestres, em especial aos professores Humberto Elias e Sérgio Rezende, participantes da qualificação do meu projeto, pelas valiosas críticas e contribuições para o aperfeiçoamento deste trabalho. Ao Prof. Luís Renato Junqueira, por sua grande ajuda e sugestões para o direcionamento deste trabalho. Agradecimento especial ao Prof. Carlos Alberto Gonçalves, participante da banca de avaliação da dissertação, por suas críticas e sugestões para o aprimoramento deste trabalho.

Aos meus colegas e amigos das instituições UNIBH, Faculdade Milton Campos e Universidade de Itaúna por me incentivarem a cursar o Mestrado em Administração, pelas conversas e troca de experiências sobre a carreira acadêmica.

RESUMO

Este trabalho trata da relação existente entre governança corporativa e estrutura de capital das empresas brasileiras. O pressuposto é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pode influenciar a formação das fontes de financiamento das empresas e de seus atributos determinantes. O objetivo geral foi identificar se as empresas que aderiram ao segmento do Novo Mercado apresentaram diferenças significativas em sua estrutura de capital e em seus atributos com relação às empresas listadas em segmentos tradicionais, para os anos de 2010 e 2013. Os objetivos específicos compreenderam a análise de informações contábeis e financeiras para a construção de índices de estrutura de capital, e a posterior comparação entre dois grupos de empresas do mercado de capitais brasileiro. Os determinantes da estrutura de capital, abordados em trabalhos anteriores desta área de estudo, como o tamanho das empresas, a rentabilidade e a estrutura de propriedade, foram escolhidos como variáveis para serem relacionadas através de regressões lineares múltiplas à estrutura de capital. A metodologia do trabalho foi de natureza quantitativa, com a utilização de dados secundários obtidos na BM&F Bovespa, e foi elaborada por meio da utilização de técnicas matemáticas, estatísticas e econométricas. A apresentação e análise de resultados do trabalho demonstrou a presença de diferenças entre os atributos determinantes da estrutura de capital das empresas, evidenciando a influência positiva das empresas que adotam as boas práticas de governança corporativa. Os avanços nesta área de estudo podem ser obtidos pela incorporação de um maior número de variáveis que influenciam a estrutura de capital, bem como a ampliação dos períodos para o levantamento de dados.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Estrutura de Capital; Mercado de Capitais

ABSTRACT

This dissertation deals with the relationship between corporate governance and capital structure of Brazilian companies. The assumption is that the adoption of good corporate governance practices can influence the formation of the sources of business financing and its determinants attributes. The general objective was to identify whether the companies adhering to the Novo Mercado segment showed significant differences in their capital structure and its attributes with respect to the listed companies in traditional segments, for the years 2010 and 2013. The specific objectives understood the analysis of accounting and financial information for the construction of capital structure ratios, and the subsequent comparison between two groups of the Brazilian capital market companies. The determinants of capital structure, covered in previous work this area of study, such as firm size, profitability and ownership structure, were chosen as variables to be related through multiple linear regressions to the capital structure. The methodology of this study was quantitative, with the use of secondary data obtained from BM & F Bovespa, and was developed through the use of mathematical, statistical and econometric techniques. The presentation and analysis of results of the work showed the presence of differences between the determinants attributes of the capital structure, showing the positive influence of companies that adopt good corporate governance practices. Advances in this area of study can be obtained by incorporating a greater number of variables that influence the capital structure as well as the extension of periods for data collection.

Keywords: Corporate Governance; Capital Structure; Capital Market

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Alavancagem das empresas em 2010.....	60
Figura 2: Alavancagem das empresas em 2013.....	62
Figura 3: Tamanho das empresas em 2010.....	63
Figura 4: Tamanho das empresas em 2013.....	64
Figura 5: Rentabilidade das empresas em 2010.....	66
Figura 6: Rentabilidade das empresas em 2013.....	67
Figura 7: Concentração de Propriedade das empresas.....	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Comparativo dos Segmentos de Listagens.....	27
Tabela 2: Equação de Regressão para o ano de 2010.....	75
Tabela 3: Equação de Regressão para o ano de 2013.....	77

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BM&F	Bolsa de Mercadoria e Futuros
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
GG	Governança Corporativa
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGOV	Índice de Governança Corporativa
LN	Logaritmo Natural
NM	Novo Mercado
ST	Segmento Tradicional
VIF	<i>Variation Inflation Factors</i>

SUMÁRIO

1	Introdução.....	10
2	Fundamentação Teórica.....	16
2.1	Origem da Governança e os Conflitos decorrentes do divórcio entre propriedade e gestão.....	16
2.2	Governança Corporativa: Conceitos, Valores e Principais Modelos.....	19
2.2.1	Mecanismos Externos e Internos de Governança Corporativa.....	20
2.3	Ambiente Institucional.....	23
2.4.1	GC e o Mercado de Capitais: Estado da Arte: evolução, pontos de fortalecimento, fragilidades.....	24
2.4.2	CVM, IBGC e BM&F Bovespa.....	28
2.5	Governança Financeira.....	32
2.5.1	A abordagem clássica de Jensen&Mecking.....	32
2.5.2	Estrutura de Propriedade.....	35
2.5.3	Atributos definidores da Estrutura de Capital.....	39
2.5.4	Estrutura de Capital no Brasil: <i>Trade Off, Pecking Order</i> e Oportunismo.....	45
3	Metodologia.....	48
3.1	Objetivos, unidade de análise.....	49
3.2	Processo de coleta e análise dos dados.....	51
3.3	Escolha das variáveis da pesquisa.....	53
3.3.1	Variável Dependente, Variáveis Independentes e Hipóteses.....	53
3.3.2	Variáveis Independentes e hipóteses.....	56

4	Análise de Resultados.....	59
4.1	Testes paramétricos de duas amostras independentes.....	59
4.1.1	Análise da Alavancagem Financeira.....	59
4.1.2	Análise do Tamanho das Empresas.....	62
4.1.3	Análise da Rentabilidade das Empresas.....	65
4.1.4	Análise da Estrutura de Propriedade das Empresas.....	67
4.2	Testes de Análise de Regressão Múltipla.....	69
4.2.1	Ano de 2010.....	69
4.2.2	Ano de 2013.....	75
5-	Considerações Finais.....	78
	REFERÊNCIAS.....	82
	APÊNDICE.....	88

1) INTRODUÇÃO.

Independente do segmento de atuação da empresa, a estratégia corporativa tem o importante papel de escolher o caminho que será trilhado, alinhando os recursos organizacionais em direção aos seus objetivos. No entanto, todas as escolhas estratégicas buscam aumentar a competitividade da empresa em seu mercado de atuação, para tentar torná-la eficiente e eficaz. As empresas desenvolvem várias iniciativas buscando um melhor desempenho, dentre elas a adoção de boas práticas de governança.

As organizações com boas práticas de governança tendem a possuir condições mais favoráveis para um melhor desempenho. A governança corporativa (GC) está fundamentada em princípios como equidade, transparência de informações, prestação de contas e conformidade no cumprimento de normas reguladoras (Andrade, Rosseti, 2012). A implementação destas práticas busca mitigar as assimetrias tanto do ponto de vista de direitos dos *stakeholders*, quanto do ponto de vista informacional, criando melhores condições para a redução do conflito de interesses. (Silveira, 2008)

A literatura identifica quatro modelos de governança que priorizam algumas características em lugar de outras, sem deixar de lado totalmente variáveis destacadas nos outros modelos. As principais abordagens de governança são: modelo financeiro, modelo dos públicos relevantes (*stakeholders*), modelo político e modelo de procuradoria. O modelo financeiro é voltado para o retorno dos investidores e reflete o conflito existente entre proprietários e gestores e também entre acionistas minoritários e majoritários. O modelo dos *stakeholders* trata dos públicos que mantêm interesses junto à organização, como acionistas, empregados, mas também clientes e fornecedores. O modelo político enfatiza o contexto institucional e a alocação de poder entre proprietários, gestores e demais públicos relevantes. O modelo de procuradoria centra o

seu foco na atuação dos administradores, sendo responsabilidade da governança delimitar suas atuações.

Entretanto, independente do aspecto priorizado da governança corporativa, a organização está em busca constante por melhoria de competitividade e a estratégia corporativa oriunda de um sistema de decisões estratégicas, responsável por produzir, rever ou renovar a estratégia, desempenha importante papel. (Bertucci, Bernardes e Brandão, 2006). O sistema de decisões estratégicas é uma estrutura abrangente e complexa, indo muito além de um conselho de administração ou comitês de assessoria. Este sistema incorpora outras instâncias envolvidas em decisões estratégicas como assembleia geral de acionistas, o conselho fiscal, a presidência, diretoria da empresa, comitês de assessoramento ao conselho de administração e a área de relações com investidores.

Este trabalho optou por enfatizar o modelo financeiro de GC que prioriza as decisões no sentido de maximizar o retorno sobre os investimentos financeiros realizados pelos acionistas. Os princípios de governança, como equidade, transparência de informações, prestação de contas e conformidade no cumprimento de normas reguladoras, contribuem para a redução de riscos das corporações.

A redução de risco econômico, associado às decisões de investimento, e também do risco financeiro, decorrente de decisões de gestão de caixa e do endividamento, propiciam a maior atratividade de fontes de financiamento externas.

Essas origens dos recursos, fora do bloco de controle da corporação, trazem para as empresas melhores condições para se financiarem por meio de dívidas e de emissões públicas de ações. A redução do custo de capital, decorrente do acesso a capitais próprios e de terceiros mais baratos, produzem um reflexo no valor de mercado da empresa, medido por intermédio da valorização das suas ações.

O mercado de capitais brasileiro oferece opções das empresas fazerem parte de listagens diferenciadas da Bolsa de Valores, a BM&F Bovespa. No mercado de capitais brasileiro existem três níveis diferenciados de GC. Além de cumprir a lei das Sociedades Anônimas, as empresas participantes dos níveis 1, 2 ou do Novo Mercado celebram um contrato privado com a BM&F Bovespa, no qual se comprometem a seguir várias exigências e também com a previsão das penalidades em caso de não cumprimento do contrato.

A adesão a estes segmentos, que é realizada de maneira voluntária, promove a introdução de práticas de governança corporativa em nível elevado e têm como objetivo de auxiliar na maior valorização das ações, a atrair maior número de empresas para a emissão de ações e o aumento de investimentos nacionais e estrangeiros.

O Novo Mercado conta atualmente com 134 empresas participantes, de acordo com consulta realizada à BM&F Bovespa em fevereiro de 2015, e representa o nível de governança mais avançado no Brasil, no qual é esperado um elevado nível de respeito aos investidores, tratando com equilíbrio os acionistas controladores e os minoritários. Exemplos desta conduta de maior respeito é a permissão apenas para emissão de ações com direito à voto e também o *tag along* de 100%, em caso de oferta de compra de ações do bloco controlador. O Novo Mercado representa atualmente a principal escolha para as empresas que desejam abrir o seu capital na BMF Bovespa. Os níveis de Governança 1 e 2, que contam, respectivamente com 30 e 20 empresas, em fevereiro de 2015, têm atendido principalmente as empresas que eram listadas anteriormente no segmento tradicional, que não pressupõe a adoção das práticas de governança corporativa.

Diante do exposto, este trabalho se propõe a responder a seguinte pergunta: *existe diferença significativa entre empresas do Novo Mercado e empresas do segmento*

tradicional da BM&F Bovespa no que se refere à estrutura de capital e os seus atributos?

Como pressuposto considera-se que a governança corporativa atua na redução do nível de assimetria de informação entre organizações e os investidores e poderia influenciar na formação da estrutura de capital das empresas.

Este trabalho pode contribuir, pois trata da influência das práticas de governança corporativa possibilitarem a ampliação de obtenção de recursos, inclusive a taxas menores por parte das empresas que aderiram ao Novo Mercado. Tais empresas possuem características que as diferenciam de organizações abertas tradicionais com relação as suas fontes de origem de capital.

O financiamento de empresas obtido por intermédio de lançamento de ações ou títulos privados possuem custo competitivo e a captação, via mercado de capitais, possibilita a obtenção de maior volume de recursos se comparadas às opções de financiamento com fontes internas ou endividamento de curto prazo. Espera-se que empresas que contam com boas práticas de governança corporativa tenham maior participação do financiamento por intermédio do mercado de capitais, em relação às empresas tradicionais que não aderiram aos segmentos diferenciados de governança.

Ao priorizar a tomada de decisões financeiras que assegurem o retorno esperado pelos investidores, a análise do retorno potencial deve ser considerada em conjunto com o risco econômico. Neste sentido, a disponibilidade de informações, para além das exigidas pela lei das Sociedades Anônimas, desempenha um importante papel.

A Assimetria de Informações pressupõe diferentes níveis de conhecimento dos agentes econômicos, podendo se traduzir em conflitos de interesses entre as partes envolvidas. Neste contexto, a assimetria de informações está relacionada ao fato de *insiders* possuírem informações diferentes das disponíveis no mercado sobre a

organização, fazendo com que a empresa opte por seguir uma hierarquia de fontes de financiamento, priorizando as fontes internas ou, por outro lado, as informações assimétricas podem se referir à diferença de informações entre gerentes e acionistas (Berle e Means, 1932)

Este trabalho busca compreender se as empresas dotadas de melhores práticas de governança apresentaram diferenças na composição de seu capital. A suposição é que melhores práticas de GC alteram a estrutura de capital. Os princípios equidade, transparência, prestação de contas responsáveis, perenidade da empresa atuam no sentido de minimizar assimetrias entre a empresa e os investidores, contribuindo para a minimização de riscos.

O objetivo geral desta pesquisa é o de identificar se as empresas que aderiram ao segmento do Novo Mercado apresentaram diferenças significativas em sua estrutura de capital e em seus atributos com relação às empresas listadas em segmentos tradicionais, para os anos de 2010 e 2013.

Este período foi escolhido por ser recente e pelo fato de não terem sido identificados trabalhos que buscaram compreender a estrutura de capital e a relação com a governança para estes anos, além de excluir os principais anos da última crise internacional, 2008 e 2009. Pesquisas e estudos anteriores foram desenvolvidos por diversos autores, dentre eles, Campos (2006), Coutinho, Amaral e Bertucci (2006), Silveira e Saito (2008). Estes estudos contemplaram questões relacionadas ao impacto da estrutura de capital, ou estrutura de propriedade, para influenciarem o valor ou o desempenho das companhias brasileiras que adotam as boas práticas de governança corporativa.

Como objetivos específicos, busca-se analisar as informações contábeis e financeiras publicadas por empresas que fazem parte do segmento de governança da

BM&F Bovespa conhecida como Novo Mercado e compará-las, com a utilização de índices de estrutura de capital, com empresas presentes no segmento tradicional.

A seguir, as empresas deste estudo serão analisadas com relação aos atributos que podem apresentar um grau de influência para a determinação da sua estrutura de capital: dentre eles tamanho da empresa, rentabilidade, estrutura de propriedade

Além desta introdução, na qual foram apresentadas as questões principais que nortearão este estudo, este trabalho é composto da fundamentação teórica, dos procedimentos metodológicos, da análise de dados e das considerações finais.

A próxima seção é composta pela teoria de GC, origem, objetivos, valores, mecanismos e a relação estabelecida com finanças, desenvolvida por autores que realizaram trabalhos com ênfase no modelo financeiro de governança.

A seção de procedimentos metodológicos, apresenta os métodos utilizados para a realização do trabalho. Trata-se de uma pesquisa quantitativa. Foram coletados dados secundários, publicados através de documentos das empresas e de instituições do mercado de capitais, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e BM&F Bovespa.

A análise de dados apresenta os resultados da pesquisa sobre a estrutura de capital das empresas e seus atributos para os anos de 2010 e 2013, obtidos com a utilização de técnicas matemáticas e estatísticas.

A seção de considerações finais consiste na última parte do trabalho que sintetiza os principais objetivos e resultados deste estudo, bem como as suas limitações e sugestões para novas pesquisas.

2) FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A fundamentação teórica desenvolvida neste estudo trata da origem da governança corporativa, seus valores, princípios e principais modelos. A ênfase é o modelo financeiro, que busca maximizar o retorno do capital investido nas corporações. Nesta direção, o ambiente institucional, o mercado de capitais e a teoria de finanças são elementos importantes que serão desenvolvidos nesta seção.

2.1- Origem da Governança e os Conflitos decorrentes do divórcio entre a Propriedade e a Gestão

O crescimento e o fortalecimento de grandes corporações fomentou a prática da divisão entre propriedade e controle das grandes corporações, de acordo com Berle e Means (1932). A partir disto, verificaram-se mudanças nas companhias, com a transferência do comando dos proprietários para os gestores, e conseqüentemente o surgimento de divergência de interesses entre eles. O divórcio entre a propriedade e o controle representa uma das bases conceituais da governança corporativa. As empresas passaram a ser administradas com a participação de maior número de acionistas, provocando a participação de maior número de interessados em suas atividades.

A Teoria de Agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), com base em Berle e Means (1932), tem uma grande importância para os estudos e para a prática de governança corporativa. Esta teoria considera a existência da assimetria de informações entre os agentes e também com o direito de propriedade e os contratos.

Um relacionamento de agência pode ser definido como um contrato no qual um ou mais agentes e um ou mais acionistas (principal) realizam ações de seus interesses, a delegação de tomada de decisões do agente. Se ambas as partes, agente e principal,

agirem no sentido de maximizarem os seus interesses individuais, existem boas razões para pressupor a existência de conflitos, pois o agente nem sempre agirá nos melhores interesses do principal. O principal pode limitar as divergências com o agente através da adoção de mecanismos e incentivos para o monitoramento das ações do agente, no entanto, incorre em custos para a realização destas ações, que buscam assegurar maior nível de correspondência aos interesses dos proprietários. Estes custos positivos para a realização do monitoramento das ações do agente recebem o nome de custos de agência e estão associados à esta necessidade de promover incentivos para que os agentes cumpram as suas responsabilidades que foram delegadas pelo principal, agindo no melhor sentido para o alcance dos interesses do principal. De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência serão o somatório de: custos de monitoramento do principal, os gastos incorridos dos agentes para atendimento dos interesses do principal e a perda residual da organização decorrente da existência destes custos.

Os custos de agência surgem em qualquer situação que envolva um esforço cooperativo para o alcance de objetivos, caracterizado por uma relação entre principal e agente.

O problema do agente-principal é um elemento da chamada visão contratual da firma. A firma, de acordo com a definição de Coase (1937), está sujeita aos custos de transação, através da relação existente entre os diversos agentes externos interessados no desenvolvimento das atividades da organização. As transações são a essência da firma, não apenas com os seus funcionários, mas com um público mais amplo que engloba fornecedores, clientes, fornecedores de crédito.

Se a empresa tiver um custo interno menor que os custos de transação, representados pelo custo de acessar o mercado, existirão incentivos para que a empresa adote uma hierarquização interna, incorporando atividades desenvolvidas no ambiente

externo da firma. (Williamson, 1996) A organização interna engloba os custos de agência, objeto de estudo da GC. O problema de agência está presente, pois existe a necessidade de monitoramento e acompanhamento das ações praticadas para que assegurem o interesse do principal. As firmas surgem para coordenar atividades e influenciarem o desenvolvimento do mercado, sendo agentes econômicos ativos que influenciam e são influenciados pelo ambiente que atuam.

Os contratos da firma são incompletos, sujeito às limitações cognitivas e incapazes de serem utilizados para a resolução de todas às questões presentes nas organizações. Esta situação pode favorecer o comportamento oportunista de agentes, segundo Alchian e Demsetz (1972), que visam extrair o máximo de benefício da posição que ocupam, em detrimento do legítimo interesse dos acionistas voltado para a maximização do retorno do capital investido.

Jensen e Meckling (1976) utilizam a teoria de agência para o entendimento das questões que envolvem a decisão de venda de ações da organização. O acionista controlador pode optar por negociar participações acionárias da companhia, aumentando a fonte de recursos disponíveis para investimentos. No entanto, o controlador da organização pode agir no sentido de maximizar os seus benefícios pecuniários e não pecuniários, aumentando o seu status na relação com funcionários, mordomias, mantendo a autoridade de decisões. Ao distribuir a sua participação com demais acionistas, o controlador passa a contar com outros para diluir eventuais perdas, sem, no entanto, dividir na mesma proporção possíveis ganhos de *status* decorrentes do sucesso da organização. Esta situação caracteriza conflito de interesses e no limite podemos considerar que quando o gestor não participa da propriedade o nível de despesas supérfluas será o maior possível, de acordo com Saito e Silveira (2008).

Segundo Jensen e Meckling (1976), na presença de elevados custos de agência decorrentes da relação entre o acionista controlador e fontes externas, os investidores poderão descontá-los dos preços das ações no momento que a empresa busque novos recursos no mercado. As ações destas empresas serão subavaliadas devido à percepção de maiores riscos para a realização do investimento e à existência de conflitos inerentes à relação entre o agente e o principal. A elevação dos custos de captação se manifesta para a empresa participante do mercado acionário, ocorrendo uma transferência dos custos de agência para ela.

2.2- Governança Corporativa: Conceitos, Valores e Principais Modelos

O conceito de governança, segundo Alves (2001), tem como ponto de partida a busca do aperfeiçoamento do comportamento das pessoas e instituições. A adesão à governança deve inibir comportamentos oportunistas da empresa e de seus administradores, passando a adotar comportamentos socialmente responsáveis e sustentáveis ao longo prazo. Comportamentos oportunistas não são necessariamente ilegais, mas provenientes de lacunas das leis.

A GC lida com diversos *stakeholders*, pessoas, grupos ou instituições com interesses legítimos nas empresas, como, por exemplo: os proprietários, investidores, diretoria executiva, conselho de administração, conselho fiscal, auditoria independente, empregados, credores, fornecedores, clientes, consumidores, comunidades locais, a sociedade, governos e ONGs. A governança busca viabilizar o equilíbrio de múltiplos interesses, indo além da visão estritamente financeira voltada para a maximização de lucros. Também a imagem e a reputação corporativa são exemplos de outras dimensões

valorizadas pelas empresas, que são mais abrangentes do que o objetivo de maximização de retorno financeiro.

A Governança Corporativa está baseada em valores que lhe dão sustentação, que conectam concepções, práticas e processos da alta gestão. Segundo Andrade e Rosseti (2012), os quatro valores fundamentais da Governança Corporativa são: *Fairness*, *Disclosure*, *Accountability* e *Compliance*. *Fairness* significa senso de justiça, equidade no tratamento das partes interessadas, principalmente os acionistas majoritários e minoritários. *Disclosure* pode ser entendida como a transparência das informações, principalmente aquelas que impactam os negócios e envolvem resultados, riscos e oportunidades. *Accountability* é a prestação responsável de contas, apoiada pelas melhores práticas contábeis e de auditoria. *Compliance* significa a conformidade no cumprimento de normas reguladoras baseadas nos estatutos sociais, em regimentos internos e nas instituições legais do país.

A lógica financeira da governança corporativa, de acordo com Andrade e Rosseti (2012), pode ser definida, como a perspectiva das empresas de geração de lucros e retorno aos proprietários que investiram na integralização do capital. O lucro está presente na iniciativa de empreender, através do desenvolvimento das atividades empresarias e da inovação. A GC pode mitigar os conflitos existentes nas organizações, elevando o potencial de geração de lucros da empresa. Neste sentido, a adoção de mecanismos eficientes de governança proporciona a redução da assimetria de informação entre agentes internos e externos.

2.2.1- Mecanismos Externos e Internos de Governança Corporativa

Os mecanismos de controle ou forças de controle, segundo Andrade e Rosseti (2012) são uma reação dos agentes contra práticas oportunistas, por juízos gerenciais orientados para objetivos dos gestores e também por diversas formas de expropriação praticadas pelos majoritários.

As forças externas, ainda segundo Andrade e Rosseti (2012), compreendem principalmente: definição de mecanismos regulatórios, padrões contábeis exigidos, controle pelo mercado de capitais, pressões de mercados competitivos, ativismo de investidores institucionais, ativismo de acionistas e atuação de fundos de *private equity*.

O ambiente legal e regulatório tem importância para a definição de regras, normas e para a garantia da segurança dos acionistas e participantes do mercado. A exigência de padrões contábeis rigorosos contribui para as práticas de prestação responsável de contas e maior transparência. Os mercados de capitais exercem uma influência importante nas práticas de GC, através das cotações dos preços dos papéis negociados no mercado que refletem ágios e deságios de governança e as aquisições de controle hostis, na qual a sociedade objeto da negociação impõe certas reações contra a transferência do controle acionário. As pressões de mercados competitivos se manifestam através do aumento da concorrência e a comparação entre o desempenho dos participantes do mercado. O ativismo de investidores é derivado do fortalecimento dos investidores institucionais, representados por fundos mútuos de investimentos e fundos de pensão, que atuam no sentido de monitorar o desempenho das organizações.

Os fundos de *private equity* representam uma alternativa de financiamento para as empresas que participam ativamente de processos de fusão e aquisição, e são importantes promotores de boas práticas de GC. Segundo Assaf Neto (2012), estes fundos buscam remunerar o capital investido de forma atraente, a partir do aporte de novos recursos pelos investidores, melhorando as condições financeiras para a empresa

apoiar o seu crescimento. Alguns critérios para a seleção de empresas participantes destes fundos englobam questões como: potencial expressivo de crescimento da organização, possibilidade de agregar valor econômico por meio de melhor remuneração do capital investido, ser uma empresa de destaque em seu segmento de atuação e apresentar boa transparência e práticas de governança corporativa reconhecidas.

As forças de controle também podem ser provenientes de mecanismos internos que, de acordo com Andrade e Rosseti (2012), são constituídas por concentração de propriedade acionária, constituição de Conselhos de Administração guardiões, modelos de remuneração de administradores, monitoramento compartilhado e estruturas multidivisionais de negócios. A vantagem da concentração de propriedade acionária para a governança corporativa é que os proprietários podem exercer o monitoramento das atividades, trazendo condições para a redução de conflitos e custos de agência.

Os Conselhos de Administração desenvolvem um papel importante para os modelos de GC, ganhando relevância como força de controle e monitoramento em situações na qual a estrutura de propriedade é difusa, caracterizada por grande número de acionistas com direitos de participação nas decisões da organização. Neste contexto, existe a propensão ao baixo envolvimento direto com a corporação por parte de acionistas. O modelo de remuneração dos administradores é considerado um mecanismo importante para a redução dos custos de agência e para a obtenção de um alinhamento de interesses entre acionistas e gestores. Um dos propósitos pretendido do modelo de remuneração dos administradores é vincular este modelo com o desempenho da corporação, através, principalmente, de bonificações com base no desempenho financeiro e as *stock options*, conhecidas como opções de compra e venda de ações da organização à um preço definido. O monitoramento compartilhado é normalmente

exercido por credores e empregados que possuem interesse no melhor desempenho da organização e estão dispostos a acompanhar as principais decisões que possam influenciá-los. As estruturas multidivisionais de negócios estão presente em empresas com negócios diversificados e estes tipos de estruturas podem influenciar a concorrência entre as unidades de negócios em busca de um melhor desempenho para a organização

2.3- Ambiente Institucional

A governança corporativa pode ser compreendida a partir de uma visão institucional, de acordo com Rossoni e Silva (2010), destacando-se as suas dimensões e instituições, bem como a institucionalização de tais práticas. A GC envolve a esfera institucional da organização, abordando questões estratégicas e institucionais, portanto serve como aspecto legitimador da organização. Percebe-se que fatores institucionais e sociais mais amplos condicionam sistemas e práticas de governança. Organizações presentes em ambientes institucionais com pequena proteção de acionistas minoritários tendem a ter maior concentração de propriedade. Ambientes que garantam maior proteção aos acionistas e demais *stakeholders* tendem a ter condições mais favoráveis para pulverizar as suas ações, o que pode contribuir para o desenvolvimento e fortalecimento do mercado de capitais e também para o desenvolvimento econômico de um país.

Segundo Rossoni e Silva (2010), as instituições da governança corporativa são compostas por: mercados, conselho de administração, transparência na informação através de normas e práticas contábeis, coalização de acionistas, sistema de compensação de executivos e conselheiros, profissionalismo e normas de conduta, legislação corporativa, estrutura de capital e sistema de gestão de falências.

Em seu artigo, Gorga (2004) traçou uma perspectiva da cultura e da ideologia e a sua influência para limitar o desenvolvimento do mercado de capitais, devido às condições impostas para modernizar a lei das sociedades anônimas. As alterações da legislação levaram em consideração não apenas as questões técnicas e pró-mercado, mas a influência das questões sociais e políticas, foram extremamente importantes. Um dos aspectos foi a indisposição de acionistas majoritários de abrirem espaço para a influência e participação de representantes de minoritários. Esta questão é percebida através da permanência de uma participação ainda elevada de ações preferenciais, que não concede ao seu detentor o direito ao voto nas sociedades anônimas. Considerando-se novas aberturas de capital, as ações ordinárias deverão atingir 50% do total, portando um aumento em relação ao 1/3 que era obrigatório.

2.4- GC e o Mercado de Capitais: Estado da Arte: evolução, pontos de Fortalecimento e fragilidades

A Governança Corporativa no Brasil encontra-se em um estágio de aperfeiçoamento e desenvolvimento de suas práticas. Segundo Peixoto (2012), os motivos principais são: mercado de capitais ainda pouco expressivo, propriedade acionária concentrada, sobreposição propriedade-gestão, conflito de agência entre acionistas majoritários e minoritários, fraca proteção aos minoritários, *enforcement* deficiente e a baixa eficácia dos conselhos de administração.

De acordo com Andrade e Rosseti (2012), existem sinais de evolução das boas práticas de governança corporativa no Brasil devido às fusões, entrada de investimentos estrangeiros, reestruturações societárias em empresas de capital aberto, crescente profissionalização dos Conselhos de Administração, aumentos das ofertas públicas de

ações e maior conscientização da classe empresarial. A evolução das práticas e as iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de governança das empresas brasileiras, segundo Silva (2002), passa por: criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&F Bovespa), Nova Lei das S.A., regulamentação dos fundos de pensão, atuação do BNDES, código das Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC e as recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.

O desenvolvimento das práticas de GC no Brasil, via mercado de capitais, passa pela criação de níveis diferenciados de governança corporativa, dentre eles o Novo Mercado. As empresas aderem voluntariamente aos segmentos diferenciados de GC, que além do atendimento da legislação das S.A., se comprometem a adotar maior nível de transparência e respeito aos acionistas. Esta iniciativa é inspirada no *Neuer Markt* alemão, criado em 1997, e teve como objetivo listar empresas de base tecnológica e de crescimento acelerado, que se comprometiam com obrigações adicionais de *disclosure*, mediante a celebração de um contrato. A iniciativa alemã não prosperou devido ao estouro da bolha das ações de tecnologia, mas serviu para influenciar a criação de listagens diferenciadas de empresas na Alemanha, conhecida como *Prime Standard*.

Existem atualmente no mercado brasileiro três níveis diferenciados de GC no mercado de capitais: Nível I, Nível II e o Novo Mercado. Segundo Silva (2002), o nível I representa principalmente um compromisso das empresas com a melhoria da prestação de informações e com a dispersão acionária e o nível II, além da aceitação das regras do nível I, as empresas adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários.

O Novo Mercado não faz distinção quanto ao porte ou segmento das empresas, aceitando todos que desejam se comprometer com um nível mais elevado de GC. A

principal inovação do Novo Mercado, conforme Peixoto (2012) é que as ações das empresas são compostas apenas pelas ordinárias.

Segundo Peixe (2003), as empresas participantes do Novo Mercado deverão conseguir melhor precificação de suas ações, reduzindo o custo de captação de recursos, baseando no pressuposto que os investidores estarão dispostos a pagar um prêmio por aquelas ações consideradas diferenciadas. Os investidores selecionam as ações com base na relação risco versus retorno e estarão dispostos à realização do investimento naquelas que ofereçam um maior nível de retorno com um risco reduzido. Ainda conforme Peixoto (2012), a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa do Mercado de Capitais brasileiro passou a ser quase que uma condição para as empresas abrirem o seu capital, principalmente se o objetivo principal for a redução do custo de financiamento via obtenção de taxas de juros menores ou investimentos de instituições financeiras.

Os segmentos especiais de listagens da BM&F Bovespa foram criados no início da última década com o objetivo de incentivarem o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiros e atrair maior número de investidores. Todos estes segmentos adotam regras de governança corporativa, assumidas voluntariamente, que vão além das exigências da lei das sociedades anônimas.

A seguir quadro comparativo dos segmentos de listagens, de acordo com a BM&F Bovespa (2014)

	BOVESPA MAIS (a partir de 23/5/2014)	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON		Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem		No mínimo 25% de free float		Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra		Esforços de dispersão acionária		Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		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)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Não há regra		Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)		Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Não há regra		Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação		Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa		Obrigatória		Facultativa
Calendário de eventos corporativos			Obrigatório		Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários		Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta		Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON		100% para ações ON e PN (a partir de 10/5/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento			Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório			Facultativo	

Tabela 1- Comparativo dos Segmentos de Listagens Fonte: BM&Bovespa, 2014.

Um mercado de capitais forte significa mais crescimento econômico e está na raiz de economias saudáveis (Silva, 2002; Peixe, 2003; Bertucci *et all*, 2006; Andrade e Rosseti, 2012). O mercado de capitais representa uma importante alternativa de financiamento para as organizações, viabilizando a captação de recursos para investimentos e expansão.

Para Black (2001), existem duas condições necessárias que os mercados de capitais devem oferecer aos acionistas minoritários: prover boas informações sobre o valor dos negócios das empresas e a confiança que os acionistas minoritários não serão enganados pelos *insiders* das empresas. Em situações que os investidores não encontram condições favoráveis para a avaliação de empresas e negócios, eles aplicam um desconto

no valor das ações, subvalorizando todas as ações do mercado, afetando negativamente todos os participantes.

A assimetria de informação ocorre, segundo Mankiw (2014), quando existe diferença de acesso a conhecimento relevante. Esta situação pode ocorrer nos mais diversos contextos e mercados, caracterizando um desnível de informação entre os agentes participantes. O agente que detém maior informação pode se aproveitar desta situação e expor o principal à uma situação de risco moral, que é caracterizada por presença de risco por prática inadequada por parte do agente. No mercado brasileiro, Barbedo, Silva e Leal (2009), investigaram e identificaram a presença de informações assimétricas entre os participantes do mercado de ações.

Outra consequência de um ambiente de assimetria de informação é a existência da seleção adversa. Este é um problema que surge em mercados em que o vendedor sabe mais sobre os atributos de um bem que está sendo vendido que o comprador do bem, de acordo com Mankiw (2014). Esta situação pode estar presente no mercado de capitais brasileiro, fazendo que os investidores avaliem boas empresas e empresas ruins da mesma maneira. A seleção adversa provoca a escolha inadequada das ações com maior potencial de crescimento e valorização, pois o investidor não conta com boas condições para avaliar os ativos financeiros. Estas características tendem a afetar negativamente todo o mercado, provocando uma subvalorização das ações.

Assim, pode-se afirmar que o ambiente institucional fragilizado tende a corroborar as ineficiências de informações do mercado de ações brasileiro, constituindo-se um entrave para o desenvolvimento das operações de compra e venda de ativos financeiros.

2.4.2- CVM, IBGC e BM&F Bovespa

A estrutura institucional do mercado de capitais brasileiro foi criada a partir de 1964, através da lei da Reforma Bancária, Lei 4595 de 31/12/64 e a Reforma do Mercado de Capitais, Lei 4.728 de 14/07/1965.

Devido a necessidade de garantir segurança, lisura nas operações e estabelecer confiança entre os investidores e o mercado foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio da lei 6385/76. A CVM foi estabelecida como a entidade que absorveu a regulação e a fiscalização do mercado de capitais, em especial as sociedades de capital aberto. A responsabilidade anterior era do Banco Central, que tinha que fiscalizar os valores mobiliários como ações e debêntures. De acordo com Fortuna (2014), a principal missão da CVM é proteger os investidores, manter a eficiência e a ordem dos mercados, aumentar a facilidade de formação de capital por parte das empresas. As principais atividades desenvolvidas, a partir da disciplina e fiscalização da CVM são: emissão e distribuição de valores mobiliários; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; negociação e intermediação no mercado de derivativos, organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores; organização, funcionamento e operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; auditoria das companhias abertas, serviço de consultor e analista de valores mobiliários.

Os valores mobiliários, objeto de disciplina e fiscalização da CVM, englobam: ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição, certificados de desdobramentos relativos aos valores mobiliários, os certificados de depósitos de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimentos, notas comerciais, contratos futuros, de opções e outros derivativos.

Além da CVM que tem um importante papel no mercado de capitais, destaca-se também a atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, conhecido como

IBGC. O Instituto é uma organização dedicada à promoção da Governança Corporativa no Brasil e fomentador da discussão das boas práticas em empresas brasileiras, possui reconhecimento nacional e internacional. O IBGC foi fundado em 27 de novembro de 1995, é uma sociedade civil sem fins lucrativos, tem o propósito de ser referência em GC, e contribuir para um desempenho sustentável das organizações, por meio de maior transparência, justiça e responsabilidade.

Dentre outras atividades, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa edita o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa”, que está em sua quarta edição, lançada em 2009. A primeira edição do código era focada apenas no Conselho de Administração e as demais passaram a incorporar recomendações também para sócios, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e para a conduta e os conflitos de interesses. O código apresenta recomendações para todos os tipos de organizações que pretendem adotar boas práticas, sendo empresas, terceiro setor, cooperativas, estatais, fundações e órgãos governamentais.

A BM&F Bovespa é produto de um processo de consolidação das bolsas no Brasil, que se iniciou em 1991, através da incorporação da Bolsa de Mercadorias pela Bolsa Mercantil e de Futuros em 1991, e que culminou na fusão da Bovespa e BM&F em 2008, criando a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado. Um marco importante deste processo, segundo Pinheiro (2014), foi a incorporação pela Bovespa de outras bolsas em 2000, dentre elas, Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Bolsa de Valores do Extremo Sul, Bolsa de Valores da Bahia, Sergipe e Alagoas, Bolsa de Valores Minas Gerais, Bolsa de Valores do Paraná, Bolsa de Valores de Pernambuco, Bolsa de Valores Regional e Bolsa de Valores de Santos.

A Bovespa foi fundada em 1890, sendo uma entidade oficial corporativa, composta por corretores nomeados pelo poder público. A Bovespa assumiu

características institucionais em 1965-1966, após reformas do sistema financeiro nacional e do mercado de capitais. Alguns momentos importantes do processo de evolução da Bovespa:

- em 1972, a implantação do pregão automatizado com disseminação de informações *online* e *real time*;

- final da década de 1970, introduzidas operações com opções de ações

- em 1980, implantado o Sistema Privado de Operações por Telefone (Spot)

- em 1990, foram iniciadas as negociações por meio do Sistema de Negociação Eletrônica (Cats)

- em 1997, a Bovespa lançou o *home broker* e o *after Market*

- em 2000, a Bovespa incorpora as outras bolsas: Rio de Janeiro, Minas Gerais, Espírito Santo e Brasília, Extremo Sul, Santos, Bahia, Sergipe, Alagoas, Pernambuco e Paraíba

- em 2001, lançamento do Novo Mercado, segmento dedicado a incentivar a melhoria das práticas de governança corporativa no Brasil.

- em 2006, a incorporação da Bolsa do Paraná e da Bolsa Regional, concluindo o processo de integração dos mercados acionários brasileiros

- em 2007, a Bovespa e a BM&F deixam de ser instituições sem fins lucrativos e as suas ações passam a ser negociadas na Bovespa

- em 2008, a Bovespa e a BM&F anunciam a integração de suas operações, através de uma fusão, dando origem a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado.

A evolução das instituições financeiras brasileiras, representadas pela CVM, o IBGC e BM&F Bovespa, contribuiu para a atratividade de um maior número de investidores, levando a um crescimento muito expressivo do valor de mercado das empresas brasileiras. De acordo com Pinto e Leal (2013), o valor de mercado das

empresas brasileiras listadas na bolsa de valores passou de 185,65 bilhões de dólares em 2002 para 1,2 trilhão no final do ano de 2012.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ao longo da última década, foi acompanhado da evolução de boas práticas de governança corporativa, principalmente por meio do enfoque em maximizar o retorno do capital investido, representado pela abordagem financeira.

2.5 Governança Financeira

2.5.1 – A Abordagem Clássica de Jensen e Meckling

O trabalho pioneiro de Jensen e Meckling (1976) pode ser considerado um marco para a discussão das práticas de Governança Corporativa. O referido trabalho enfatiza a maximização do valor das organizações em ambientes em que há custos de agência. As corporações necessitam de recursos financeiros, que podem ser obtidos por meio de endividamento e venda de ações para investirem, crescerem e desenvolverem as suas atividades. Segundo os autores, ao incorporarem mais capital de fontes externas à organização, surgirão conflitos de agência, entre os administradores proprietários e os novos acionistas, ou entre aqueles e os credores. Estes conflitos ocorrem em qualquer relação no qual o principal delega aos agentes autoridade para a tomada de decisões, em seu interesse.

A discussão dos conflitos parte dos trabalhos de Coase (1937) e Alchian e Demsetz (1972) que consideram as firmas estruturas constituídas por vários contratos. Existindo contratos, eles serão imperfeitos e sujeitos aos conflitos entre as partes interessadas. A minimização dos conflitos é possível, porém apenas com a ocorrência de custos, chamados de custos de agência. Os proprietários adotarão mecanismos de

monitoramento com o objetivo de reduzir o comportamento inadequado dos gestores que busquem maximizar seus privilégios não pecuniários, decorrentes da posição em que ocupam na organização.

A decisão por obtenção de financiamento direciona para três principais alternativas, segundo Jensen e Meckling (1976). É possível obter recursos financeiros através dos acionistas internos, aqueles que fazem parte do atual capital da organização. Outra alternativa é venda de novas ações para investidores, que serão tratados como acionistas externos. A obtenção de capital por fontes externas também é possível por meio da contratação de endividamento.

A medida que o acionista atual perde participação no capital total da empresa, ele tende a adotar comportamento mais arriscados, pois não representa mais sozinho a totalidade do capital e não será isoladamente afetado por eventuais perdas. Alguns aspectos de conflitos entre proprietários internos e acionistas citados por Silveira (2010), com base no estudo da obra de Jensen e Meckling, é que os acionistas podem agir no sentido de expropriar os credores, decorrente da adoção de maior risco em decisões de investimentos alavancadas por capital de terceiros. A organização pode optar pela adoção de projetos mais arriscados do que gostariam os credores, levando a uma elevação do risco econômico do investimento, traduzindo uma situação de assimetria de informação entre as partes envolvidas. Em caso de sucesso do investimento, o acionista é contemplado com a maior parte dos ganhos, enquanto que o credor permanece apenas com os juros fixos estabelecidos em contratos. Em caso de fracasso, a organização não arcará com os compromissos assumidos com os credores, impondo perdas significativas do capital emprestado.

Ainda de acordo com Silveira (2010), uma segunda questão de conflito com credores pode ser explicada pela tendência ao subinvestimento, quando a empresa

encontra-se muito endividada e existe uma probabilidade considerável de falência. Nesse caso ela evitará investimentos com capital próprio, mesmo que representem valor presente líquido positivo. Isto ocorre porque o acionista evitará uma situação no qual todo o ganho do projeto iria para o credor, não interessando ao acionista alocar os seus recursos nesta situação.

Um terceiro problema de agência decorrente da relação entre acionista e credor é o chamado incentivo ao “esvaziamento da propriedade” que pode ser percebido pela retirada maciça do capital próprio, via pagamento de dividendos ou outros meios, de forma a restar pouco para os credores no momento da liquidação da firma. (Silveira, 2010)

Os conflitos também podem ocorrer com os acionistas externos, aqueles que adquiriram frações do capital da empresa. A medida que os acionistas externos passam a representar uma parcela significativa do capital, eles adquirem poder para influenciar nas principais decisões da firma. Os conflitos podem ser minimizados utilizando mecanismos que assegurem que a administração agirá com o objetivo de maximizar o retorno dos investimentos, dentre eles a presença de uma auditoria, sistemas de controle formal, restrições orçamentárias, estabelecimento de sistemas de compensação de incentivos. No entanto, não é possível a adoção de mecanismos, sem a existência destes custos. A firma deverá contrair capital externo até o ponto que os benefícios advindos da sua participação superem os custos existentes.

A decisão entre utilizar capital externo, capital interno ou endividamento depende dos benefícios advindos de cada uma destas opções. Um empresário não pode utilizar apenas endividamento para constituir as suas fontes de financiamento. Esta situação reduzirá a sua flexibilidade, aumentarão as exigências dos credores e haverá custos de falência muito elevados. O endividamento pode trazer consigo subsídios tributários que

reduzam o custo deste capital, tornando interessante a sua adoção por parte da organização. Outro aspecto é o aproveitamento de oportunidades de investimento via contratação de financiamentos, criando situações oportunas para maximizar o capital investido.

O capital interno isoladamente limita as possibilidades de crescimento da organização, tornando-a incapaz de crescer a taxas mais elevadas. Por outro lado, os conflitos de agência, entre majoritários e minoritários e os custos de emissão de ações são eliminados.

O capital externo, apesar das questões levantadas anteriormente, representa uma via de crescimento significativa. As corporações se desenvolveram muito nos últimos anos, apesar do potencial conflitos entre os acionistas. A existência de um ambiente institucional com regras claras e bem definidas, legislação adequada e contratos sofisticados contribuem com a redução do custo de agência.

Os autores Jensen e Meckling (1976) consideram que o termo estrutura de propriedade é mais adequado para tratar do financiamento das empresas, ao invés de estrutura de capital. A estrutura de propriedade, além de considerar o montante de dívidas e ações, a estrutura de capital, demonstra a parcela do capital em posse dos controladores da empresa, aqueles responsáveis por sua gestão

2.5.2-A Estrutura de Propriedade

A estrutura de propriedade pode ser estabelecida em duas dimensões: a concentração da propriedade e a identidade do acionista majoritário. A concentração da propriedade se refere ao número de ações detidas por um acionista ou grupo de acionistas e a identidade do acionista majoritário está relacionada à qual categoria que

mantém o controle da maior parte das ações da empresa, podendo ser representada por família, governo, banco, investidores institucionais. A concentração da propriedade está relacionada ao poder existente para influenciar os administradores, o nível de concentração de propriedade influencia para mais, ou para menos o poder dos administradores. (Campos, 2006)

A identidade do proprietário poderá exercer influências sobre os objetivos organizacionais e a forma pela qual a empresa estabelece a sua estratégia, em questões como lucros, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento. (Campos, 2006)

As discussões e os impactos da estrutura de propriedade na Governança Corporativa se iniciaram a partir do trabalho de Berle e Means (1932), que teve como objetivo discutir empiricamente a composição acionária das grandes empresas norte-americanas, bem como os conflitos existentes decorrentes de estruturas de capital pulverizadas. Segundo este autor, quanto maior a distribuição das ações entre um grande número de investidores, caracterizando uma estrutura pulverizada, maior o poder dos gestores das corporações. Em países anglo-saxônicos existe um maior nível de proteção legal aos acionistas minoritários, elevando a participação de empresas com estrutura de capital pulverizada. Em contrapartida, países em que prevalece o modelo nipo-germânico, a estrutura de propriedade é mais concentrada que os anglo-saxônicos e a principal alternativa de captação de recursos se realiza através de dívidas, representadas por empréstimos e financiamentos.

A concentração de propriedade e a qualidade da proteção legal ao investidor estão relacionadas, de acordo com La Porta *et al.* (1998). Em países com maior proteção legal ao investidor minoritário irão predominar estruturas pulverizadas e em outros que tenham menor proteção as estruturas concentradas serão as predominantes.

O Brasil, país pertencente à tradição do direito francês, predominam estruturas concentradas de propriedade. Os autores Leal, Silva e Valadares (2002) estudaram a estrutura de controle direta e indireta de empresas brasileiras e verificaram que os acionistas controladores brasileiros investem muito além do mínimo necessário visando manter o controle em suas companhias. Estes acionistas têm em sua posse ações preferenciais, que possuem melhores condições de liquidez que as ações ordinárias, e que podem ser vendidas sem alterarem a composição do controle da companhia.

A concentração de propriedade, tratada também como baixa dispersão das ações ou elevado grau de concentração de propriedade, é ainda alta no Brasil, de acordo com Pinto e Leal (2013), embora tenha se reduzido nos últimos anos. Segundo estes autores, a redução do grau de concentração poderia aumentar a liquidez de suas ações, ou seja o volume de negócios, e também reduzir as perdas provenientes de comportamentos abusivos por parte dos acionistas majoritários controladores.

Por outro lado, em situações de propriedade mais pulverizada, poderão surgir problemas decorrentes do comportamento oportunista dos administradores. No trabalho de Pinto e Leal (2013), que pesquisou 315 empresas de capital aberto, listadas na BM&F Bovespa, buscou-se analisar qual o impacto da concentração de propriedade na remuneração de executivos e membros dos conselhos de administração. A hipótese inicial, que consistia na relação entre propriedade acionárias mais dispersas e nível mais elevado de remuneração, se confirmou através da realização da pesquisa. A remuneração mais elevada nestas empresas serviria para inibir a presença de comportamento oportunista dos administradores, direcionando as suas ações para projetos que possam contribuir com a geração ou criação de valor para os acionistas e perpetuidade para a organização.

A relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho das organizações no Brasil é motivo de controvérsias, de acordo com Sonza e Kloeckner (2014). Eles identificaram que setores como: têxtil, química, petróleo e gás, celulose, agro, pesca, mineração de produtos não metálicos e comercial, quanto maior o grau de concentração da propriedade menor o desempenho da empresa. Este resultado poderia ser justificado pelas observações de Silveira (2004) sobre estrutura de propriedade, no qual ele demonstra que as administrações mais profissionalizadas estão presentes em estruturas pulverizadas, que contribuem para a elevação da qualidade. A concentração da decisão em uma pessoa ou família, gera ineficiências nas empresas brasileiras.

Por outro lado, em alguns outros setores, construção, siderurgia, metalurgia, mineração de produtos metálicos, prestação de serviços, alimentos e bebidas, indústria de veículos, máquinas, peças e eletrodomésticos, administração de empresas e empreendimentos, quanto maior a concentração da propriedade maior a eficiência nas empresas destes setores. Uma justificativa seria que estruturas mais concentradas possibilitam maior monitoramento dos administradores e diminuem os problemas de agência.

Sonza e Kloeckner (2014) concluem diante dos resultados apresentados que as peculiaridades dos países devem ser levadas em consideração, principalmente com relação a sua origem legal.

A estrutura de propriedade se constitui em um tema relevante quando tratamos da separação entre a propriedade e a gestão das companhias. As estruturas mais concentradas apresentam a possibilidade de maior monitoramento dos administradores e redução dos problemas de agência. Por outro lado, contam com menor eficiência da administração e menor liquidez de suas ações.

As estruturas pouco concentradas possuem o seu capital pulverizado entre um grande número de proprietários, contribuindo com a elevação da liquidez de suas ações, além de um alto grau de profissionalização da gestão. No entanto, os conflitos de agência, decorrentes da relação entre proprietários e administradores, são acentuados.

2.5.3- Atributos Definidores da Estrutura de Capital

A GC, os seus objetivos e os seus valores, podem exercer influência na definição da estrutura de capital das empresas. Segundo Silveira, Perobelli e Barros (2008), existe uma significativa influência, com sentido positivo, das práticas de GC sobre a alavancagem financeira, em particular das dimensões de governança relacionadas à estrutura de propriedade, por meio do nível de concentração do controle acionário, e a composição do conselho de administração. Estes autores argumentam que a qualidade da GC pode influenciar as decisões de financiamento na medida em que as empresas com melhor governança desfrutem de condições mais vantajosas para captarem recursos externos, independente do ambiente institucional no qual estão inseridas. Segundo Assaf Neto (2010), as decisões de financiamento objetivam a melhor oferta de recursos e a melhor proporção a ser mantida entre o capital próprio e o de terceiros, considerando objetivos como a formação de sua estrutura de capital com custos reduzidos em relação à sua expectativa de retorno das aplicações. As decisões de financiamento e investimento, que consistem nos processos de identificação, avaliação e seleção de alternativas para a aplicação de recursos financeiros, estão integradas e são dependentes uma da outra. A organização deve buscar um portfólio de ofertas de fundos que compõem o seu custo de capital e selecionar investimentos capazes de proporcionar atratividade econômica, ou seja, que proporcionem retorno superior ao custo de capital.

A decisão sobre a estrutura de capital pode não ser apenas determinada por fatores contextuais internos e externos. Segundo Procianny e Schnorrenberger (2004), fatores como valores, objetivos, preferências e interesses dos sócios controladores, relacionados às preocupações de risco financeiro e de controle da companhia, podem também provocar influências na definição da estrutura de capital. Estes valores são estabelecidos e influenciados por práticas de governança corporativa.

No entanto, considerando a extensa literatura que trata da definição da estrutura de capital, autores como Harris e Raviv (1991) e Myers (2003) construíram amplos panoramas destes campos de estudo e suas diversas subdivisões. De acordo com Myers (2003), estas teorias podem ser resumidas em quatro linhas principais: a teoria de Modigliani-Miller que trata da irrelevância da estrutura de capital das empresas em que o valor das empresas e as decisões de investimentos não são afetadas pela estrutura de capital; a teoria de *trade-off* no qual as empresas realizam um balanceamento entre as vantagens tributárias do endividamento e o custo do desgaste com credores; a teoria de agência, no qual o financiamento corresponde aos incentivos pessoais dos executivos; a teoria *pecking order*, na qual o financiamento se adapta para mitigar os problemas causados pela assimetria de informações.

A teoria de Modigliani-Miller (1958) considera que a escolha da estrutura de capital é irrelevante na determinação do valor da empresa. Apesar de irrelevante para determinar o valor, o trabalho destes autores apresenta importantes contribuições para a identificação do custo do capital das empresas, por meio da definição da sua estrutura entre o capital próprio e o endividamento. Após a identificação do custo do capital, as empresas tomarão decisões de investimentos mais racionais que possibilitem a superação do custo de capital e da criação de valor para os acionistas, maximizando a riqueza da empresa.

A Teoria do *Trade-Off* propõe um balanceamento entre as vantagens e desvantagens de cada fonte de capital, próprio ou de terceiros. O uso do capital próprio, ações do grupo controlador ou de novos investidores, reduz o risco financeiro e a probabilidade de insolvência, mas não possui vantagens tributárias decorrentes da sua utilização. O capital de terceiros, representado por empréstimos, financiamento e títulos privados, possui a vantagem de redução de custos, decorrente de incentivos tributários, mas o seu uso em excesso eleva o risco financeiro da organização.

A Teoria de Agência considera que as decisões de financiamento da organização influenciam o comportamento e os incentivos dos administradores. Os administradores buscam maximizar os seus interesses privados por meio de altos salários, redução de riscos e a decisão por investimentos que preservem as suas habilidades e conhecimentos a respeito da organização. Os proprietários buscarão a adoção de mecanismos de controle e monitoramento para desestimular comportamentos oportunistas dos administradores, apesar da ocorrência de custos elevados. A consequência destes conflitos é a influência nas decisões da estrutura de capital das organizações.

De acordo com a teoria conhecida como *Pecking Order*, desenvolvida por Myers (1984) e também Myers e Majluf (1984), que é uma das teorias utilizadas para o entendimento da definição da estrutura de capital das empresas, as empresas que operam em mercados com pouca transparência e assimetria de informações adotariam uma ordem de prioridade para a escolha de financiamento. Em primeiro lugar, os lucros retidos, a seguir o endividamento e em último lugar o lançamento de novas ações. Esta ordem decorre da preferência do financiamento interno, do acesso mais imediato à fonte de financiamento através de endividamento e também de decisões que envolvem a emissão de sinais e informações para o mercado sobre quais estratégias que a empresa pretende seguir. Ao optar por lançamento de novas ações, a empresa precisa fornecer

informações para o mercado sobre suas intenções, investimentos e prioridades, desestimulando a prática de captação de recursos via oferta de novas ações.

A determinação da estrutura de capital, a escolha entre a proporção de capital proveniente de dívidas ou de ações, pode ser influenciada por alguns atributos, de acordo com Titman e Wessels (1998). Estes atributos foram originados de várias teorias que sugerem o que pode afetar a escolha entre a utilização de dívidas ou de ações. São eles: a estrutura de ativos da empresa, os incentivos tributários para a utilização do capital proveniente de dívidas, crescimento, singularidade, a classificação da indústria, o tamanho da empresa, a volatilidade dos resultados e a rentabilidade.

Os tipos de ativos da empresa, tangíveis ou intangíveis, podem exercer influência na escolha do tipo de financiamento adotado, fazendo com que empresas com mais ativos tangíveis optem preferencialmente por dívidas e aquelas com ativos intangíveis busquem preferencialmente o capital próprio para a sua estrutura. Os incentivos tributários, quanto maiores forem, maior será a utilização do capital de terceiros em detrimento do capital próprio. O crescimento das empresas pode influenciar na maior presença do endividamento, notadamente o de curto prazo. A singularidade da organização pode reduzir o acesso ao endividamento, ao poder oferecer menos garantias para os credores. O mesmo ocorre para indústrias que precisam de serviços especializados para desenvolverem as suas atividades.

Ainda de acordo com Titman e Wessels (1998), o tamanho da empresa afeta positivamente a sua capacidade de atrair capitais provenientes de dívidas e também de ações. A volatilidade dos ganhos das empresas pode afetar a disposição de fornecedores externos de capital, diminuindo a capacidade da organização de obter crédito proveniente de endividamento. A rentabilidade possui uma relação inversa com o endividamento das empresas, pois quanto mais rentável a empresa maior a sua

capacidade de gerar recursos provenientes das suas operações para ser utilizado como reserva para investimentos.

Alguns estudos, baseados em atributos que podem influenciar a estrutura de capital das empresas, foram desenvolvidos no Brasil, dentre eles Perobelli e Famá (2002), Silveira, Perobelli e Barros (2008).

Perobelli e Famá (2002) basearam o seu artigo em Titman e Wessels (1998) e o adaptaram à realidade brasileira. Este estudo selecionou 172 empresas de capital aberto no Brasil, realizando uma pesquisa com 165 empresas, pois algumas não poderiam fazer parte pois apresentaram patrimônio líquido negativo no período de 1995 à 2000. Os atributos relacionados, que poderiam ser capazes de influenciar as decisões da estrutura de capital, foram o crescimento, a singularidade, outros benefícios fiscais, colaterais, o tamanho, a lucratividade, a volatilidade e a classificação da indústria.

Os resultados encontrados demonstraram uma relação negativa entre o grau de endividamento no curto prazo e atributo tamanho, indicando que empresas menores no Brasil são mais propensas ao endividamento de curto prazo, provavelmente devidos às dificuldades existentes no Brasil de captação de recursos de longo prazo. O fator crescimento dos ativos também foi negativamente relacionado com o grau de endividamento de curto prazo, demonstrando que empresas nesta situação tendem a utilizar menos o financiamento de curto prazo, buscando alternativas melhores para se financiar, com prazos mais longos e menor custo.

Um terceiro fator também apresentou relação com o endividamento de curto prazo, foi a lucratividade, decorrente do alto giro. Nesta situação, a relação identificada foi que o aumento da lucratividade provoca a presença de menor endividamento de curto prazo, demonstrando que as empresas podem utilizar fontes internas de recursos em detrimento de fontes externas providas por endividamento. Os demais atributos do

estudo, singularidade, benefícios fiscais, colaterais, volatilidade e a classificação da indústria, não demonstraram uma relação com a estrutura de capital das empresas. Outro aspecto importante é que não foi identificado nenhuma relação entre todos os atributos citados e o endividamento de longo prazo das empresas participantes do estudo.

O trabalho mais recente de Silveira, Perobelli e Barros (2008), também baseado em atributos, oferece a contribuição de incluir um índice, que reflete as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, para a verificação da relação com a estrutura de capital. Outro aspecto é que o artigo investiga a existência de uma relação bidirecional entre GC e estrutura de capital, pois a qualidade da governança pode exercer uma influência para a captação de recursos externos em condições mais vantajosas e também a estrutura de capital pode agir como força disciplinadora da governança corporativa ao limitar a discricionariedade dos gestores, conforme Williamson (1996).

Alguns trabalhos anteriores justificam a existência da relação entre a governança e a estrutura de capital. De acordo com Black (2001), em mercados com pouca transparência e pouco respeito aos acionistas minoritários, os investidores aplicam um desconto no valor das ações ofertadas pelas empresas, criando um desestímulo ao crescimento do mercado de capitais. Por consequência, as empresas com boas práticas de governança buscariam outras fontes externas de recursos, representadas pelo endividamento, induzindo uma relação positiva entre a qualidade da GC e o grau de endividamento. Silveira (2004) argumenta também que mesmo em ambientes institucionais com baixa proteção aos investidores, empresas dotadas de boas práticas de governança podem ser distinguidas dentre as demais, atraindo maior quantidade de interessados em alocar recursos.

Silveira, Perobelli e Barros (2008) pesquisaram 154 empresas não financeiras, pertencentes a 17 diferentes setores de atividade. A governança corporativa, incluída

dentre os atributos que podem influenciar a estrutura de capital, foi medida através de um índice criado pelos autores que é composto por questões que tratam das dimensões de transparência (acesso às informações e conteúdo das informações) e da dimensão de estrutura de propriedade e conselho.

As empresas com a sua GC mais bem avaliadas de acordo com o índice IGOV, desenvolvido por Silveira (2004), ficam com uma pontuação superior às demais. Os resultados encontrados evidenciam que uma melhor pontuação no índice IGOV associam-se à um maior endividamento relativo. A dimensão da GC relacionada à transparência não apresentou uma relação significativa com o grau de endividamento. No entanto, a estrutura de propriedade e controle demonstrou uma associação positiva com a estrutura de capital das empresas pesquisadas, elevando o nível endividamento existente. Anteriormente, Procianoy e Schnorrenberger (2004), chegaram a conclusão, a partir de dados levantados no mercado brasileiro, que o acúmulo de direitos de votos nas mãos dos maiores acionistas da empresa é inversamente proporcional ao seu grau de endividamento. Outra relação identificada no trabalho de Silveira, Perobelli e Barros (2008) é o relacionamento negativo existente entre a alavancagem, o grau de endividamento, e o fator rentabilidade. Esta constatação é compatível com a teoria da *pecking order*, demonstrando uma preferência pelo financiamento promovido por fontes internas de recursos da empresa

2.5.4- Estrutura de Capital, a abordagem do *Trade Off*, *Pecking Order* e o Oportunismo nas empresas brasileiras

Alguns trabalhos realizados no Brasil buscaram identificar quais teorias relacionadas à estrutura de capital que melhor explicam o comportamento das empresas

brasileiras. Eid Junior (1996) desenvolveu uma pesquisa com 1126 empresas, sendo 50% delas sociedades anônimas, 46% limitadas e o restante associações, fundações e outros. Foram escolhidas em sua maioria, 90% delas, empresas com faturamento entre R\$ 1 milhão e 500 milhões por ano. A Teoria do Trade-Off que pressupõe a existência de uma estrutura estática e faz um balanceamento entre vantagens e desvantagens da utilização do capital próprio e de terceiros foi rejeitada por 90% dos respondentes. As hipóteses que foram mais presentes nesta pesquisa foram da hierarquia da fonte de financiamento, a *Pecking Order*, identificada por 40% dos participantes e o aproveitamento de oportunidade de mercado, identificada como estratégia oportunista, presente em 47% das respostas. A hipótese mais presente significa que as empresas selecionam as alternativas de financiamento de acordo com o momento do mercado, influenciadas pelas condições que se tornem as mais vantajosas naquele momento. A hierarquia de fontes de financiamento no Brasil apresentou uma diferenciação com relação ao trabalho elaborado por Myers e Majluf (1984), pois a opção preferencial de financiamento das empresas brasileiras ocorre através de endividamento bancário, ao invés da utilização dos lucros retidos pelas empresas, identificados no trabalho dos pesquisadores norte-americanos. Esta constatação decorre principalmente devido à existência de fundos subsidiados fornecidos por bancos públicos.

Por outro lado, uma *survey* realizada por Santos, Pimenta Júnior e Cicconi (2009), apresentou dados não esperados para a realidade brasileira. O oportunismo para a escolha e formação da estrutura de capital foi considerado por apenas 13% das empresas, a adoção de uma estrutura meta de capital foi a opção de 50% da amostra, e a teoria da hierarquia de fontes de recursos apareceu com 28% das respostas. A resposta mais presente, a estrutura meta de capital, foi reforçada pelo comportamento das grandes empresas participantes, com faturamento acima de R\$ 1 bilhão, que dispõem de ambas

as estratégias para se financiarem, a emissão de ações ou a obtenção de capitais de terceiros. A opção de emissão de ações, de acordo com os respondentes, seria utilizada para ter acesso a recursos com custos atraentes, valorizar a empresa, obter maior visibilidade no mercado financeiro. Os custos financeiros, prazos e garantias representam as principais características observadas no momento da realização das operações de empréstimos de longo prazo.

Em trabalho mais recente, desenvolvido por Pereira (2013), foram coletados dados de 132 empresas brasileiras, não financeiras, no período de 2003 à 2012. Através de dois modelos utilizados, e uma estratificação da amostra por períodos, 2003 à 2007, e 2008 à 2012, a teoria que apresentou maior capacidade de explicar o comportamento das empresas brasileiras no tocante à sua estrutura de capital foi a *Static Trade-Off*. A autora sugere que é importante realizar pesquisas continuamente sobre a estrutura de capital no Brasil, devido as mudanças constantes no macro ambiente, decorrentes da política, marcos regulatórios e da economia, e também o fato de existirem poucos trabalhos nacionais que buscam analisar as características das empresas e sua estrutura de capital.

3- METODOLOGIA

Esta seção de metodologia apresenta o caminho percorrido para a realização desta pesquisa. De acordo com Marconi e Lakatos (2010), não há possibilidade de se fazer ciência sem a utilização de métodos científicos, constituídos por um conjunto de atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo de ampliar os conhecimentos.

Este trabalho se insere no método hipotético indutivo, pois são apresentadas hipóteses sobre os atributos que podem influenciar a formação da estrutura de capital das empresas, decorrentes das teorias de finanças e governança corporativa, e também de outros trabalhos que investigaram este tema. As hipóteses se constituem em confirmação ou refutação de teorias com base em evidências amostrais (Gujarati e Porter, 2011).

O levantamento de dados ocorreu por meio de uma investigação documental, o acesso aos relatórios de empresas representados por balanços, páginas na internet das empresas. Segundo Vergara (2007), a pesquisa documental é realizada em documentos conservados no interior de órgãos públicos e privados, podendo ser representada pelos balancetes das empresas.

Este estudo foi constituído por duas etapas de testes estatísticos. A primeira etapa buscou conhecer se empresas de dois segmentos distintos, Segmento Tradicional e Novo Mercado, da bolsa de valores do Brasil, a BM&F Bovespa, apresentaram diferenças significativas em sua estrutura de capital e seus atributos, para os períodos analisado, ano de 2010 e 2013. A escolha destes dois anos para este estudo ocorreu por não se ter conhecimento de pesquisa recente que investiga os atributos que influenciam a estrutura de capital corporativa no Brasil. Além disto, os períodos investigados não envolverem o período de crise econômica e financeira internacional.

A segunda etapa utilizou a técnica estatística de análise de regressão múltipla para investigar qual a relação da estrutura de capital com os seus determinantes, dentre eles o tamanho da empresa, a rentabilidade e a estrutura de propriedade.

Este estudo foi desenvolvido com a utilização do software estatístico Minitab, amplamente utilizado no meio acadêmico para a realização de análises de dados. Os resultados apresentados pela utilização das técnicas estatísticas serão relacionados com a fundamentação teórica deste estudo.

Além desta introdução, esse item de metodologia apresentará os objetivos e a unidade de análise, seguido do processo de coleta e análise de dados. O subitem 3.3 tratará da escolha das variáveis dependentes e independentes, bem como das hipóteses da pesquisa.

3.1- Objetivos e unidade de análise

Este trabalho buscou identificar se as empresas que aderiram ao segmento do Novo Mercado (NM) apresentaram diferenças significativas em sua estrutura de capital e de seus atributos com relação às empresas listadas no segmento tradicional (ST) para os anos de 2010 e de 2013 e também quais atributos que tem uma relação estatisticamente significativa com a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras pesquisadas. Um teste de significância, de acordo com Gujarati e Porter (2011), é um procedimento em que os resultados amostrais são usados para verificar a veracidade ou a falsidade de uma hipótese nula.

O estudo se caracteriza por um levantamento de dados das empresas participantes do mercado de capitais brasileiro e o processo de coleta foi realizado através da consulta a BM&F Bovespa e a CVM.

Portanto, foram utilizados dados secundários para serem posteriormente analisados. Para isto, utilizar-se-á a listagem de empresas da BM&F Bovespa conhecida como Novo Mercado formada por empresas que aderiram voluntariamente às boas práticas de governança corporativa. A listagem tradicional engloba empresas que não aderiram às práticas de governança corporativa elaboradas pela BM&F Bovespa sob as nomenclaturas de Nível I, Nível II e Novo Mercado. As empresas selecionadas para este estudo atendem ao critério de permanecerem nestes dois segmentos do mercado nos anos de 2010 e 2013.

Desta maneira, coletou-se os dados destes dois grupos de empresas no ano de 2010 e, em seguida, procedeu-se o levantamento dos dados das mesmas empresas para o ano de 2013, tendo como objetivo verificar a diferença entre a estrutura de capital nestes dois anos, além dos atributos determinantes da estrutura de capital.

A escolha das listagens da BMF Bovespa para o estudo da estrutura de capital de empresas que aderem à GC deve-se à importância desta instituição para o sistema financeiro nacional e o seu caráter de conferir legitimidade para às práticas de governança corporativa. As empresas de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa de Valores, são sempre acompanhadas e monitoradas por um grande número de interessados, dentre eles investidores, acionistas, poder público.

A amostragem da pesquisa, que diz respeito ao número de empresas que fizeram parte do estudo, foi de 50 empresas do Novo Mercado e 50 empresas da listagem geral da BM&F Bovespa. Este número foi definido porque algumas empresas precisaram ser excluídas deste trabalho por não apresentarem dados em 2010 e 2013 devido à um ingresso recente no mercado de capitais, outras apresentaram inexistência de endividamento em algum dos períodos estudados, as empresas públicas e do segmento financeiro foram excluídas.

Buscou-se, a partir desta seleção da amostra, que contém empresas com práticas institucionalizadas de governança corporativa e empresas que não se comprometeram com estas práticas perante o mercado de capitais brasileiro, comparar dois grupos distintos de empresas, listadas em dois segmentos da bolsa de valores brasileira.

O critério para a seleção da amostra foi não probabilístico, ou seja, as empresas foram escolhidas intencionalmente pelo pesquisador. Para esta escolha foi considerado principalmente a disponibilidade e a facilidade de acesso às informações pretendidas. Foram excluídos da amostra o setor financeiro e as empresas de capital público ou misto. A exclusão destas empresas é justificada pela presença de características próprias que distorcem a avaliação delas na comparação com as demais selecionadas.

3.2- Processo de coleta e análise dos dados

Esse estudo é de natureza quantitativa, caracterizado pelo tipo de dados que foram coletados, componentes das demonstrações contábeis e financeiras e estrutura de propriedade, e também pelo processo utilizado para a sua análise, técnicas estatísticas.

As duas listagens de empresas selecionadas, empresas do Novo Mercado e empresas do Segmento Tradicional, tratam-se de amostras independentes, que não possuem uma relação direta e não exercem influências uma na outra, ou seja, a decisão de estrutura de capital de empresas de governança não exerce influência na determinação da estrutura de capital das empresas do segmento tradicional. Este estudo não teve como objetivo comparar a estrutura de capital e os seus determinantes em 2010 e 2013 das mesmas empresas, mas sim uma comparação entre dois grupos de empresas de segmentos distintos nos dois anos da pesquisa.

Os dados das empresas que atendem os critérios estabelecidos para este trabalho foram coletados através das informações disponibilizadas no site da BM&F Bovespa e

CVM. Inicialmente todos os dados foram organizados em planilhas eletrônicas, momento que houve uma triagem das informações, confirmando se todas as empresas possuíam informações completas dos anos de 2010 e 2013, condição importante para a análise.

Os índices financeiros são considerados dados quantitativos que foram analisados por meio de cálculos matemáticos e técnicas estatísticas. Devido a estas características, inicialmente foi feita a comparação de médias para o Grau de Alavancagem, variável dependente, constituindo-se um teste paramétrico de duas amostras independentes. Este teste buscou demonstrar se elas possuem diferenças significante em termos estatísticos. Portanto, foi utilizado o teste 2-Sample t para o conhecimento se existem diferenças entre a estrutura de capital dos dois grupos de empresas estudadas.

O mesmo teste estatístico verificou a diferença entre os atributos determinantes da governança corporativa, tamanho, rentabilidade e estrutura de propriedade, das empresas estudadas, Segmento Tradicional e Novo Mercado, nos anos de 2010 e 2013. Desta maneira, buscou-se comparar os atributos entre os dois grupos de empresas, com o objetivo de se conhecer a influência da presença das práticas de governança corporativa, conforme apresentado anteriormente.

Na segunda etapa de testes estatísticos, o grau de alavancagem, variável escolhida para representar a estrutura de capital, dos dois segmentos de empresas presentes neste estudo, listagem tradicional e Novo Mercado, foram regredidos em função das variáveis independentes, o tamanho, a rentabilidade e a estrutura de propriedade.

Neste trabalho foram utilizadas regressões múltiplas para verificar a relação entre o grau de alavancagem e os seus determinantes. Segundo Gujarati e Porter (2011), o modelo de regressão múltipla utiliza no mínimo três variáveis, a variável dependente Y,

ou regressando, e duas ou mais variáveis explanatórias ou regressores, conhecidas como X.

A análise de regressão é uma ferramenta analítica poderosa planejada para explorar todos os tipos de relação de dependência e é utilizada para analisar a relação entre uma única variável dependente e diversas variáveis independentes. O objetivo é utilizar as variáveis independentes para prever o valor da variável dependente selecionada pelo pesquisador e o seu peso denota a sua contribuição relativa para a previsão geral. Os dados deverão ser métricos e é necessária uma definição clara de qual é variável dependente e quais são as independentes. (Hair *et al*, 2009).

Ao realizar a construção de um modelo de regressão múltipla, é importante que o pesquisador investigue a influência da multicolinearidade entre as variáveis independentes. Este problema é definido como a correlação entre três ou mais variáveis independentes e têm o impacto de reduzir o poder preditivo de qualquer variável independente, na medida que existe uma associação com outras variáveis independentes (Hair *et al*, 2009). Além disto, pode também produzir impactos sobre o nível de significância e sobre a estimação dos coeficientes de regressão.

3.3- Escolha das variáveis da pesquisa

3.3.1- Variável Dependente, Variáveis Independentes e Hipóteses

A variável dependente é aquela que é explicada por alguns atributos, ou variáveis dentro do escopo do trabalho. A variável dependente é aquela que aparece ao lado esquerdo do sinal de igualdade, e também é conhecida como variável endógena ou explicada. (Gujarati e Porter, 2011).

Neste trabalho a variável dependente é a estrutura de capital, representada pelo grau de alavancagem. Esta escolha foi baseada no trabalho desenvolvido por Silveira, Perobelli e Barros (2008), que tratou dos determinantes da estrutura de capital das empresas, incluídos alguns atributos, dentre eles a governança corporativa.

O Grau de Alavancagem pode ser determinado através da seguinte equação:

$$1) \text{ O Grau de Alavancagem} = \frac{\text{Dívida Financeira Total}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

O Grau de Alavancagem representa, segundo Silveira, Perobelli e Barros (2008), a dívida financeira total composta por empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo, em moeda nacional e estrangeira, sobre o ativo total da empresa ao final do exercício.

A variável dependente foi utilizada para a realização de um teste que objetivou conhecer se o Grau de Alavancagem apresenta diferença estatisticamente significativa entre os dois segmentos de empresas analisadas: empresas do segmento tradicional da BM&F Bovespa e as empresas do Novo Mercado.

A partir da escolha dos métodos, definem-se as seguintes hipóteses para este estudo. A hipótese nula, tratada como H_0 , é a de que não existe diferença estatisticamente significativa entre os dois segmentos de empresas analisadas. X_1 representa as empresas do segmento tradicional da BM&F Bovespa e X_2 são as empresas do Novo Mercado.

$$H_0 = \bar{X}_1 - \bar{X}_2 = 0$$

A hipótese do trabalho, identificada como H_1 , é que as empresas do segmento do Novo Mercado possuem estrutura de capital, representada pelo Grau de Alavancagem, estatisticamente diferente de empresas da listagem tradicional da Bolsa de Valores.

$$H1 = \overline{X}_1 - \overline{X}_2 \neq 0$$

Portanto:

Ho: não existe diferença estatística entre as médias de alavancagem financeira de X_1 e X_2

H1: existe diferença estatística entre as médias de alavancagem financeira de X_1 e X_2

Com a ocorrência da hipótese H1, comprova-se a existência de diferença estatística significativa entre as empresas do Novo Mercado e do Segmento Tradicional no índice de estrutura de capital estudado.

O nível de significância, utilizado para analisar a validade dos resultados encontrados e o seu poder para explicar as relações estabelecidas através das hipóteses apresentadas será de 5%, portanto $\alpha=0,05$. O intervalo de confiança de 95%.

A condições para aceite da hipótese nula:

Se $p\text{-valor} < 0,05$ rejeita-se Ho

A hipótese nula será aceita se:

Se $p\text{-valor} \geq 0,05$ não rejeita-se Ho

Esta mesma estrutura do teste apresentada foi também utilizada para a comparação dos atributos determinantes da estrutura de capital em 2010 e 2013. Os atributos representam variáveis independentes. A variável independente, de acordo com Gujarati e Porter (2011) é aquele que aparece do lado direito da equação de regressão, e é também conhecida como variável explanatória.

Neste estudo, os atributos para explicar a estrutura de capital são o tamanho da empresa, a rentabilidade e a estrutura de propriedade. Esta opção se deve aos trabalhos anteriores de determinantes da estrutura de capital desenvolvidos por Silveira, Perobelli e Barros (2008) e também Perobelli e Famá (2002) que utilizaram estes atributos.

Portanto, foram utilizadas as seguintes hipóteses:

H2: existe diferença estatística entre as médias de tamanho de X1 e X2

H3: existe diferença estatística entre as médias de rentabilidade de X1 e X2

H4: existe diferença estatística entre as médias de estrutura de propriedade de X1 e X2

Os resultados dos testes de significância, destas quatro variáveis, representam a primeira parte do trabalho, que buscou identificar se as empresas do segmento tradicional e empresas do Novo Mercado apresentaram diferenças entre si.

3.3.2- Variáveis independentes e hipóteses

A segunda etapa de testes estatísticos para o atendimento dos objetivos desta pesquisa foi desenvolvida com a utilização de equações de regressão linear múltipla com o objetivo de conhecer a influência das variáveis independentes na determinação da estrutura de capital.

A seguir, apresenta-se as variáveis independentes, suas justificativas e as suas respectivas hipóteses.

1- Tamanho da empresa. A utilização desse atributo como variável independente se justifica pela presença em trabalhos anteriores de determinantes da estrutura de capital, como Titman e Wessels (1998), Perobelli e Famá (2002), Silveira, Perobelli e Barros (2008). Nestes estudos anteriores, foram identificadas uma relação estatística significativa da estrutura de capital com o tamanho das empresas.

H5: Empresas maiores possuem maior grau de alavancagem

O tamanho é um atributo utilizado para explicar a relação com o endividamento das empresas. Existem conclusões diversas sobre este atributo, mas a predominância é que existe uma relação positiva. Quanto maior o tamanho da empresa, maior o seu grau de endividamento. Segundo Silveira, Perobelli e Barros (2008), o tamanho será medido através do LN (logaritmo natural) do AT (Ativo Total),

2- Rentabilidade. A escolha deste atributo se justifica por ter sido utilizado em trabalhos anteriores da determinação da estrutura de capital, como Myers (1984), Myers e Majluf (1984), Titman e Wessels (1998), Perobelli e Famá (2002). Foi identificado nestes estudos anteriores, uma relação entre a rentabilidade e a estrutura de capital das empresas.

H6: Empresas com maior rentabilidade possuem um menor grau de alavancagem financeira.

A rentabilidade demonstra a eficiência da empresa em produzir retorno econômico. É um atributo negativamente relacionado com o grau de endividamento, empresas com maior rentabilidade tendem a apresentar menor nível de endividamento.

A rentabilidade será medida por meio da variável independente RPL (Retorno sobre Patrimônio Líquido, lucro líquido sobre patrimônio líquido) (Silveira, Perobelli e Barros, 2008).

3- Estrutura de Propriedade. Os autores Procianoy e Schnorrenberger (2004), Silveira, Perobelli e Barros (2008) utilizaram indicadores de estrutura de propriedade em estudos de determinantes de estrutura de capital, procurando estabelecer a relação existente entre o grau de concentração acionária das companhias e a formação da estrutura de capital.

H7: Empresas com estrutura de capital mais concentrada possuem maior grau de alavancagem financeira.

A Estrutura de Propriedade é o último atributo escolhido para este trabalho como determinante da estrutura de capital. Este atributo foi medido por PROP (percentual total de ações em posse do acionista controlador). A suposição é que empresas com estrutura de propriedade mais concentrada, menos pulverizadas, em ambientes de assimetria de informação, busquem com maior intensidade a utilização de capitais de terceiros, representado por dívidas de curto e longo prazo (Black, 2000; Silveira, 2004; Silveira, Perobelli e Barros, 2008)

A partir da Metodologia descrita efetuou-se a pesquisa, cujos resultados de todos os testes estatísticos serão abordados na próxima seção do trabalho, que fará a relação destes com a teoria estudada.

4- ANALISE DE RESULTADOS

Esta seção apresenta os resultados provenientes da realização da pesquisa proposta, que teve como objetivo geral identificar se as empresas que aderiram ao segmento do Novo Mercado apresentaram diferenças significativas em sua estrutura de capital e em seus atributos com relação às empresas listadas em segmentos tradicionais, para os anos de 2010 e 2013.

A primeira etapa dos resultados demonstra a realização do teste estatístico 2 Sample t, destinado a identificar se porventura existem diferenças estatísticas significantes entre as variáveis escolhidas. Ao adotar a escolha de duas amostras de empresas, em dois anos diferentes, estes primeiros testes buscam conhecer a influência da adoção de práticas de governança corporativa para a melhoria do desempenho empresarial, expressa nas variáveis escolhidas, alavancagem financeira, tamanho da empresa, rentabilidade e estrutura de propriedade.

A segunda etapa dos resultados foi obtida por meio da análise de regressão linear múltipla. A variável dependente, alavancagem financeira, foi regredida em função das variáveis independentes, representadas por tamanho das empresas, rentabilidade e concentração de propriedade com o objetivo de se conhecer a influências destas para explicar as variações ocorridas da variável de estrutura de capital.

Por fim, os resultados obtidos foram relacionados com a teoria estudada, ao confrontá-los com as hipóteses inseridas na seção de metodologia do trabalho, que tiveram como objetivo possibilitar a interpretação dos resultados.

4.1-Testes paramétricos de duas amostras independentes

4.1.1- Análise da Alavancagem Financeira

A primeira variável estudada foi a estrutura de capital, representada pela alavancagem financeira das empresas no ano de 2010. Os dados de 50 empresas do Novo Mercado (Alavancagem 1) foram comparados com os dados de 50 empresas do Segmento Tradicional (Alavancagem 2) com a utilização do software estatístico Minitab. A análise utilizou o índice de significância de 5%, atribuindo um *p-value* máximo de 0,05 para a rejeição da hipótese nula. O intervalo de confiança utilizado foi de 95%

Com base nos resultados apresentados no relatório resumo a seguir, figura 1, extraído do software Minitab, foi possível concluir que, dentro das condições do teste, não é possível afirmar que existe diferença significativa entre a Alavancagem 1 e Alavancagem 2 para o ano de 2010.

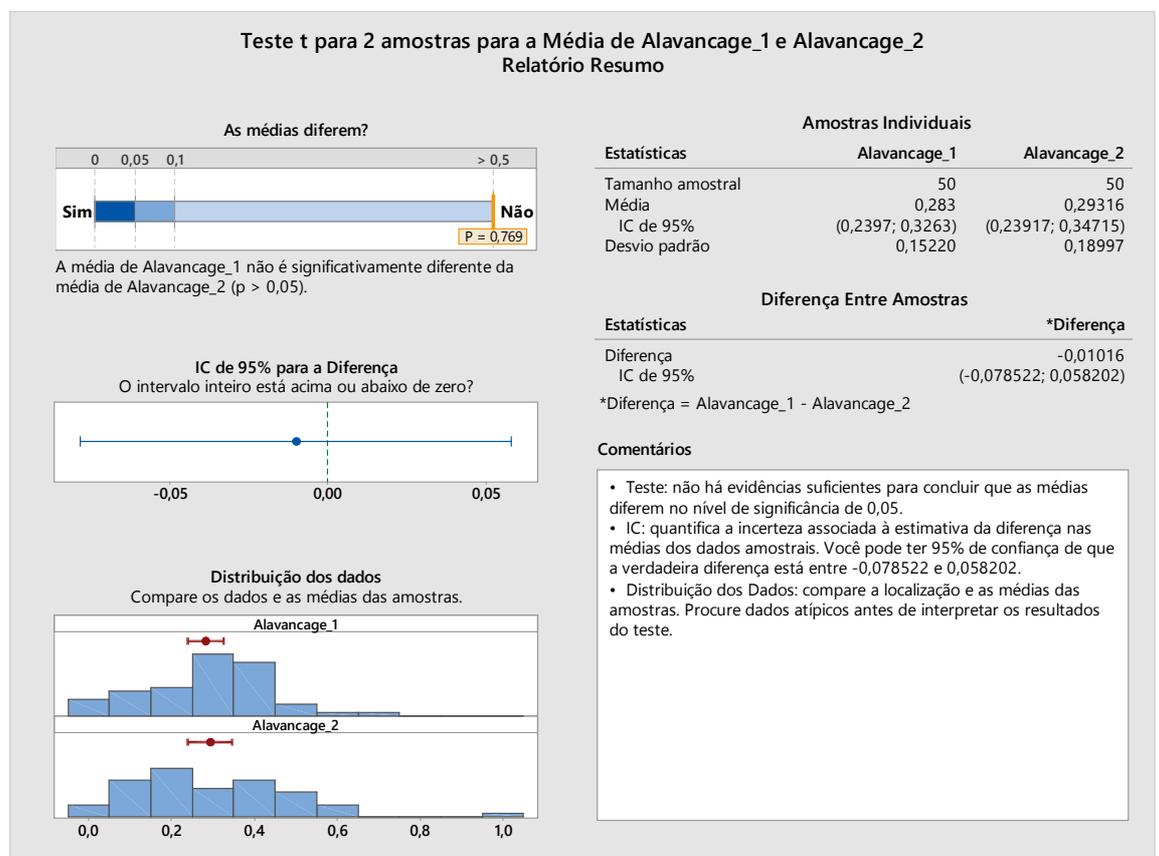


Figura 1: Alavancagem das empresas em 2010. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

A seguir, os dados destas mesmas empresas no ano de 2013 foram utilizados para a realização do mesmo teste T de significância, mantendo as mesmas condições de *p-value* igual a 5% e um intervalo de confiança de 95%.

O resultado encontrado para o ano de 2013, apresentado na figura 2, não permite afirmar que exista uma diferença significativa entre as médias de alavancagem financeira para os dois segmentos estudados, pois foi identificado um *p-value* de 0,677. A Alavancagem 1 (Novo Mercado) não se demonstrou estatisticamente diferente da Alavancagem 2 (Segmento Tradicional)

Os resultados alcançados nos testes para o ano de 2010 e para o ano de 2013, provocaram a rejeição da primeira hipótese dos testes, tratada neste estudo como H1, que propunha que as empresas dos dois segmentos distintos do mercado de capitais brasileiros apresentariam diferença em sua estrutura de capital. Estes resultados não corroboram a teoria de Jensen e Meckling (1976), que indica que as empresas com melhor governança terão a capacidade de atrair maior volume de recursos externos, devido a diminuição dos conflitos de agência. Por meio do indicador analisado de capital externo, representado por endividamento, não foi possível identificar uma influência no sentido positivo para a atração de maior volume de recursos.

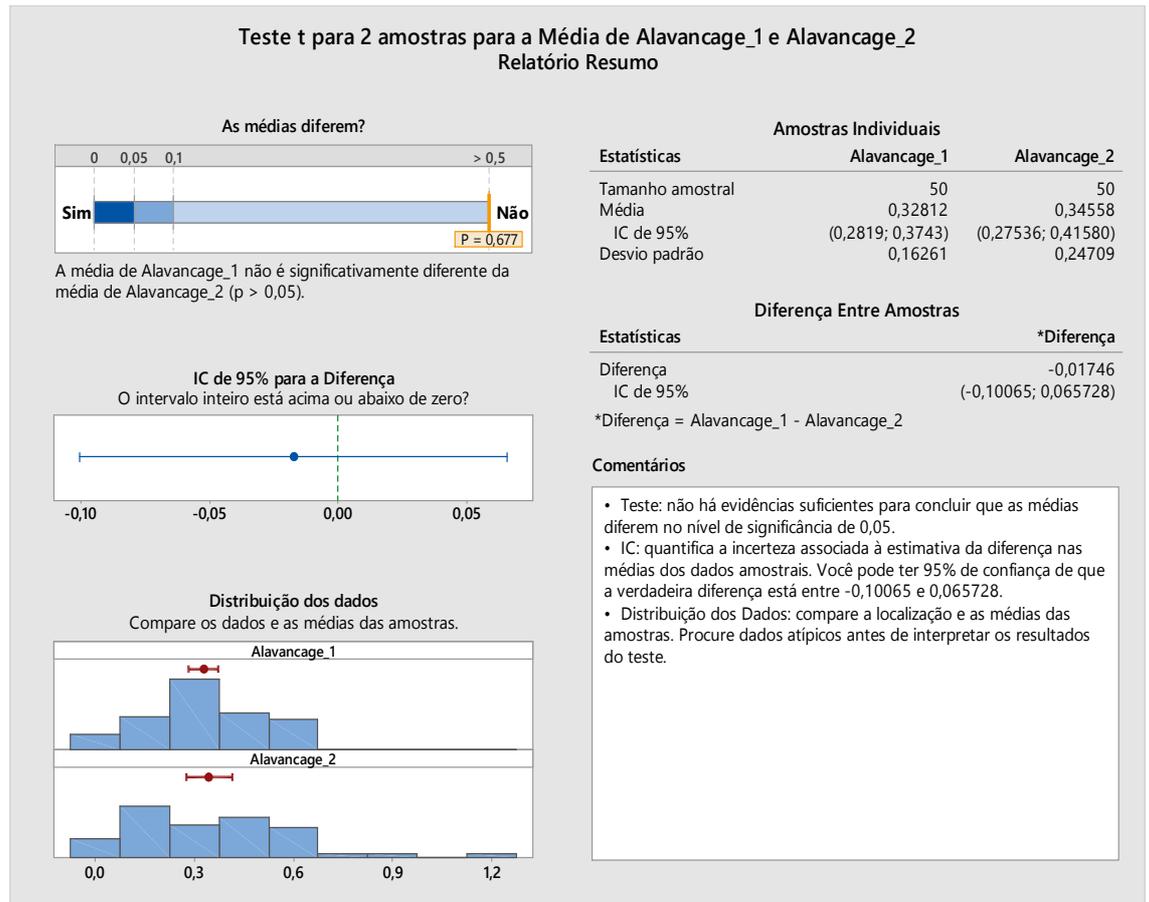


Figura 2: Alavancagem das empresas em 2013. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

4.1.2- Análise do Tamanho das Empresas

A próxima variável estudada foi o tamanho das empresas dos dois segmentos do mercado. Para este objetivo foi utilizado o Ativo Total e produzido o índice de seu logaritmo natural, para a realização do teste paramétrico. O teste utilizou um índice de significância de 5% e o intervalo de confiança de 95%.

Os resultados obtidos para o ano de 2010 (figura 3) permitem afirmar que existe diferença estatisticamente significativa, ao apresentar um *p-value* de 0,001, demonstrando que Tamanho NM (Tamanho das empresas do Novo Mercado) é diferente de Tamanho ST (Tamanho das empresas do Segmento Tradicional). As empresas que adotam a governança corporativa no mercado de capitais brasileiros são empresas

maiores, possuem em média um LN do Ativo Total de 14,817 e as empresas tradicionais apresentam uma média deste indicador em 13,356.

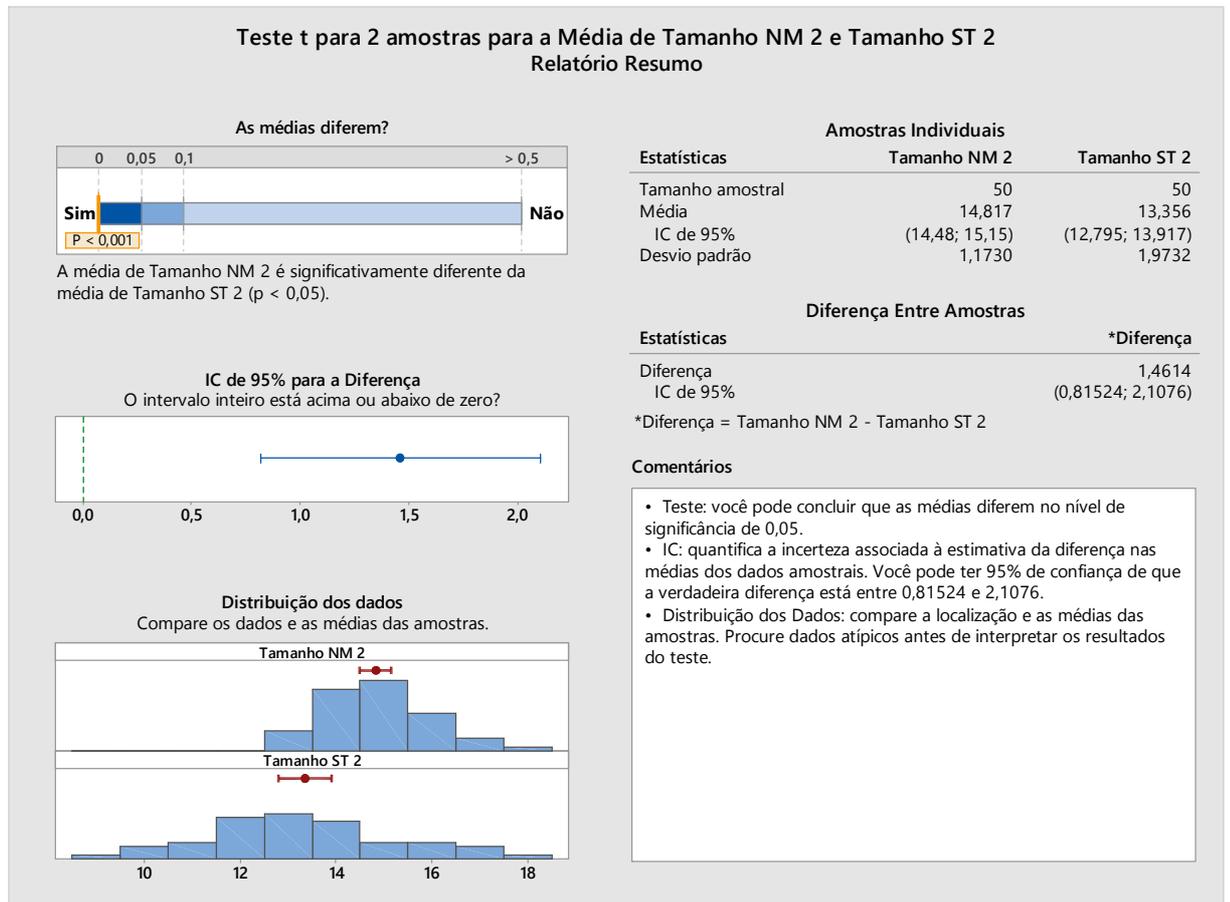


Figura 3: Tamanho das empresas em 2010. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

O próximo teste estatístico da variável estudada, o tamanho das empresas dos dois segmentos do mercado, foi realizado com os dados das mesmas empresas no ano de 2013. (Figura 4) O teste manteve a utilização de um índice de significância de 5% e o intervalo de confiança de 95%.

Os resultados encontrados ao analisar o tamanho das empresas dois segmentos em 2013 permitem afirmar, dentro das condições do teste, que existem diferenças significativas entre as empresas que adotaram a governança corporativa, Novo Mercado (Tamanho NM), e as empresas do segmento tradicional (Tamanho ST). O *p-value* ficou em 0,001, inferior ao nível de significância de 5%.

O resultado de 2013 reforça o resultado identificado em 2010, que também alcançou resultados na mesma direção, indicando que as empresa listadas com governança corporativa são empresas maiores que as empresas do segmento tradicional, dados comprovados através do relatório produzido pelo software Minitab, figura 4, que elaborou as médias do tamanho dos dois segmentos estudados.

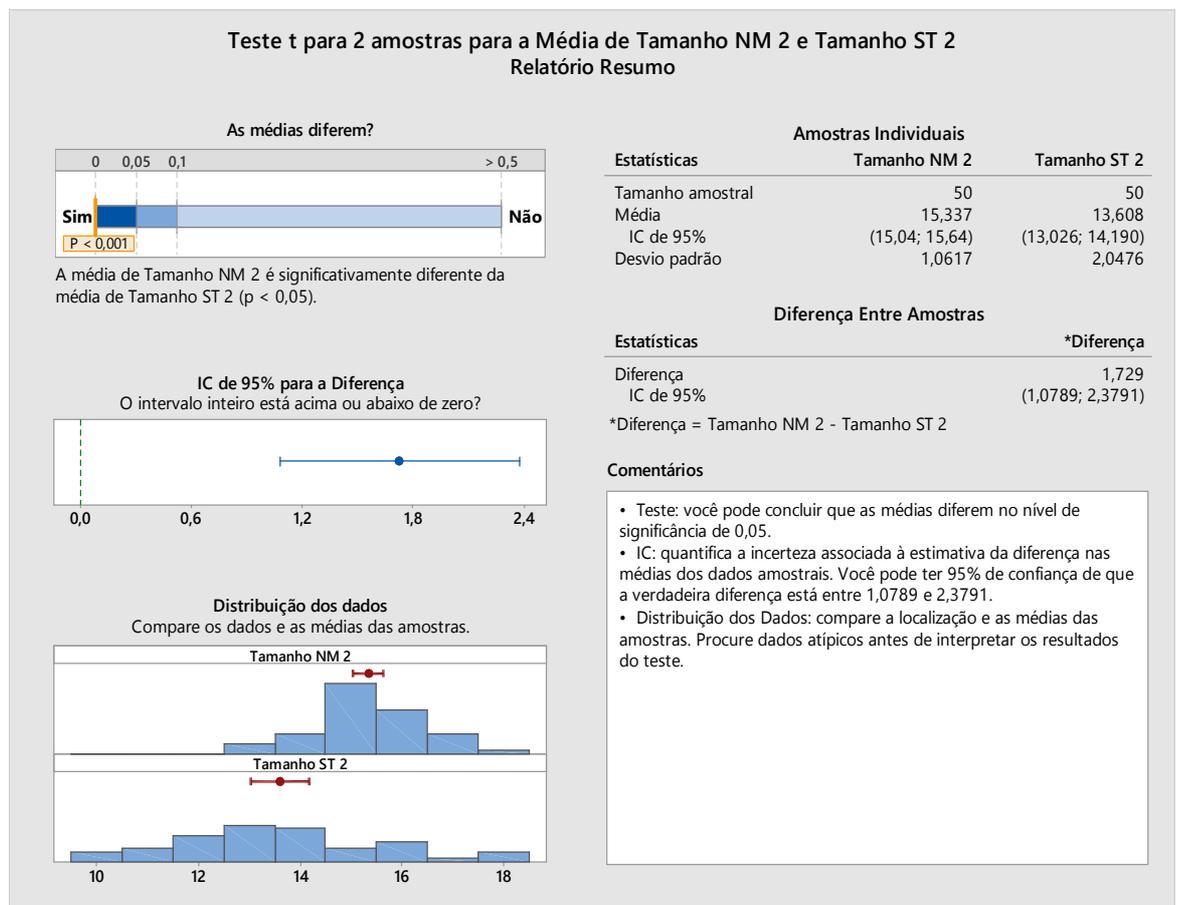


Figura 4: Tamanho das empresas em 2013. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

Portanto, diante das informações expostas, a hipótese H2 deste trabalho, que propõe que existe diferença estatística entre as empresas do Novo Mercado e empresas do segmento tradicional, foram coletadas evidências que podem comprová-la, com a consequente rejeição da hipótese nula para a variável tamanho.

Este aspecto sugere que as empresa maiores, com maior investimento em ativos, são mais propensas a adoção de governança corporativa, provavelmente devido aos elevados custos de agência (Berle e Means, 1932) (Jensen e Meckling 1976) das grandes companhias.

4.1.3- Análise da Rentabilidade das Empresas

A próxima variável do estudo foi a rentabilidade das empresas, calculada pela relação entre o lucro líquido produzido e o patrimônio líquido. O índice de rentabilidade produzido neste estudo foi utilizado para o conhecimento se as 50 empresas do Novo Mercado (Rentabilidade 1) são diferentes estatisticamente das 50 empresas do Segmento Tradicional (Rentabilidade 2).

A análise utilizou o índice de significância de 5%, atribuindo um *p-value* máximo de 0,05 para a rejeição da hipótese nula. O intervalo de confiança utilizado foi de 95%.

Seguindo o mesmo caminho dos dois testes anteriores, a primeira etapa foi realizada para o ano de 2010. O resultado encontrado com a comparação dos dados das 50 empresas do Novo Mercado com as 50 empresas do segmento tradicional permitem afirmar que existe diferença estatisticamente significativa entre a rentabilidade dos dois grupos de empresas estudadas. (Figura 5)

De acordo com este indicador, segundo Silveira, Perobelli e Barros (2008), as empresas demonstram a sua capacidade de proporcionar retorno econômico, sendo que quanto maior for o resultado, maior a eficiência da empresa. Neste sentido, as empresas que adotam a governança corporativa apresentaram um média de rentabilidade, 0,14336, muito superior a média obtida para as empresas tradicionais, que foi de apenas 0,02416.

O resultado do ano de 2010 corrobora as teorias de governança corporativa que prevê que as empresas que adotam melhoram a sua gestão, reduzem conflitos entre os envolvidos, possuem melhores condições de proporcionarem um retorno econômico satisfatório. (Jensen e Meckling, 1976), (Williamson, 1986), (Alves, 2001), (Peixe, 2003), (Gorga, 2004), (Bertucci, Bernardes e Brandão, 2006), (Saito e Silveira, 2008). A hipótese H3, a existência de diferença entre a rentabilidade dos dois grupos de empresas estudadas, existem evidências que podem comprová-la para o ano de 2010.

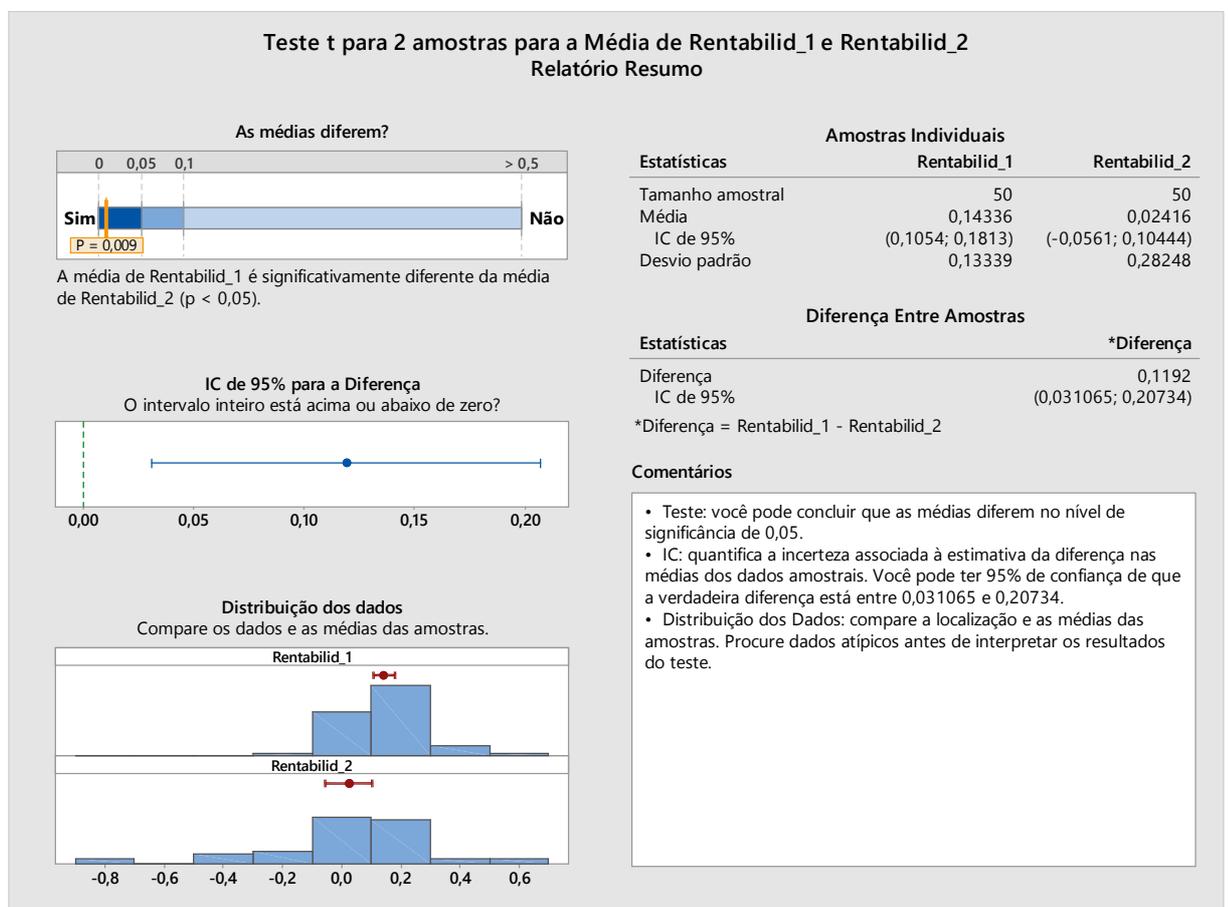


Figura 5: Rentabilidade das empresas em 2010. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

A etapa seguinte foi a realização do mesmo teste com a variável rentabilidade para o ano de 2013. (Figura 6) Mantendo os mesmos parâmetros anteriores, significância de 5% e um intervalo de 95%, o resultado encontrado apresentou um p -value de 0,26, demonstrando que não existe uma diferença estatisticamente significativa da variável

rentabilidade entre as empresas do Novo Mercado e o Segmento Tradicional para o ano de 2013.

Apesar de não encontrarmos uma comprovação estatística, dentro do intervalo de aceite proposto para este trabalho, os resultados de médias para os dois grupos demonstram novamente um indicador muito superior para as empresas do Novo Mercado, com um indicador de 0,08902, e as empresas do segmento tradicional com um resultado negativo de 0,56328 para este indicador de rentabilidade, demonstrando novamente a influência da adoção da governança corporativa para a melhoria da eficiência econômica das empresas estudadas.

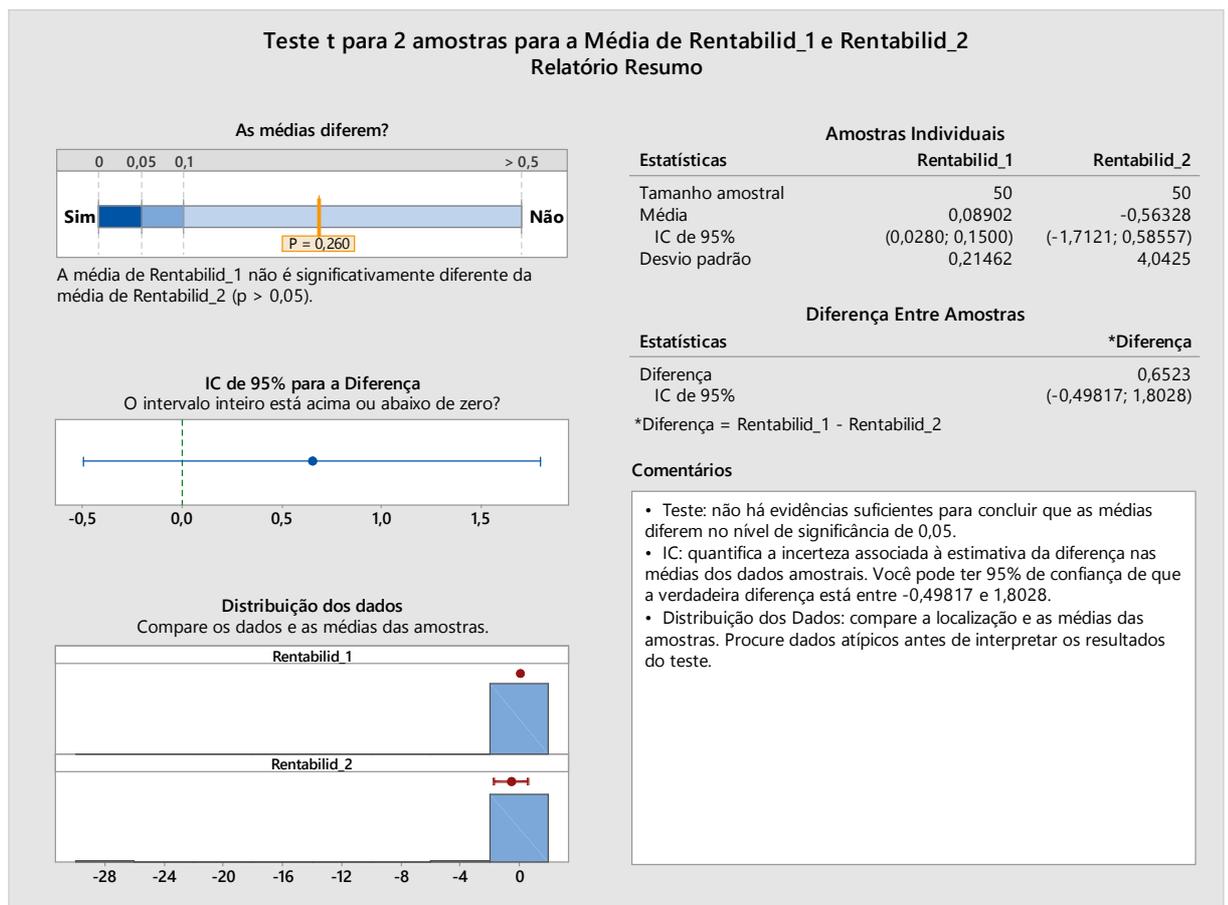


Figura 6: Rentabilidade das empresas em 2013. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

4.1.4- Análise da Estrutura de Propriedade das Empresas

A última etapa dos testes de significância compreendeu a análise do indicador de estrutura de propriedade escolhido, a participação do maior acionista no total de ações das companhias. Os testes desta etapa foram realizados apenas com dados atuais, informações recebidas das empresas no mês de novembro de 2014, por não estarem disponíveis nas fontes pesquisadas os dados da estrutura de propriedade das empresas em 2013 e 2010. (Figura 7)

Portanto, esta etapa de testes buscou verificar se existem diferenças entre a estrutura de propriedade das empresas optantes pelo Novo Mercado e as empresas do Segmento Tradicional. O teste manteve um nível de significância de 5% e o intervalo de confiança de 95%, mesmas condições das etapas anteriores.

O resultado encontrado pode demonstrar que as empresas do Novo Mercado (Concentração 1) obtiveram uma média de concentração de propriedade (31,936) menor que a verificada em empresas do segmento tradicional com a média de 45,149. Este dado demonstra que as empresas que adotam a governança corporativa possuem uma pulverização maior do capital da sociedade, fazendo com que mais investidores participem da constituição do seu capital. Esta é uma das justificativas para a adoção da governança corporativa, de acordo com Jensen e Meckling (1976), pois em propriedades com maior dispersão do capital, são maiores os conflitos e os custos de agência, e são necessários mecanismos para mitigá-los.

O teste t demonstrou também que existe diferença estatisticamente significativa entre a estrutura de propriedade das empresas dos dois grupos pesquisados. O *p-value* encontrado foi de 0,003, menor que 0,05 (nível de significância de 5%), provocando a rejeição da hipótese nula para este teste.

A hipótese H4, a existência da diferença de estrutura de propriedade entre os dois grupos de empresas, existem evidências que podem comprová-la.

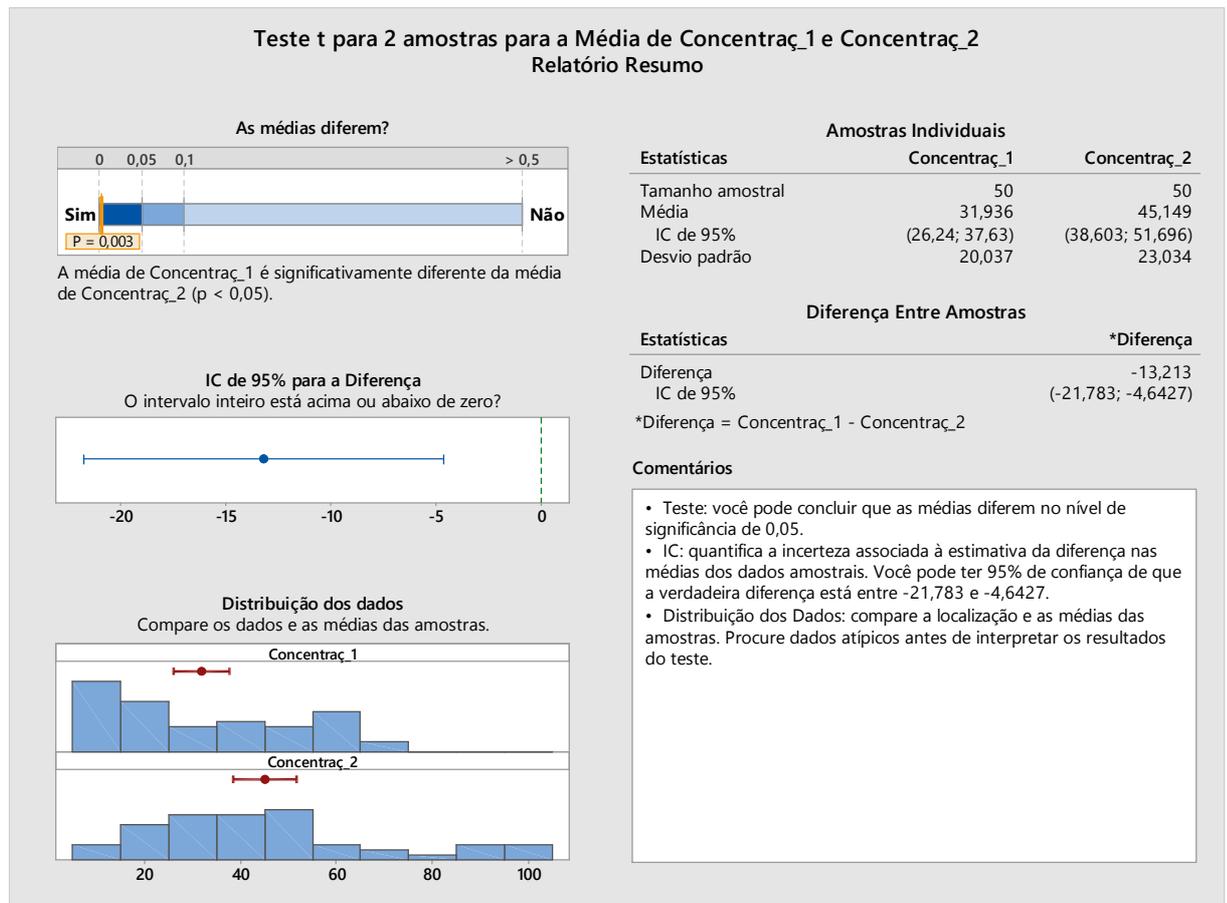


Figura 7: Concentração de Propriedade das empresas. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

4.2- Testes de análise de regressão linear múltipla

4.2.1- Ano de 2010

Esta segunda etapa de testes estatísticos buscou conhecer a relação dos determinantes (tamanho, rentabilidade e estrutura de propriedade) com a estrutura de capital das empresas brasileiras. Para atender este objetivo, foram utilizadas equações de modelos de regressão linear múltipla, no qual utiliza-se duas ou mais variáveis explanatórias, X, para determinarem a variável dependente, ou regressando, Y.

A significância geral de uma regressão múltipla pode ser verificada através da realização do teste F, segundo Gujarati e Porter (2011). O software Minitab realiza o cálculo de F com os demais resultados da regressão. Considerando a amostra de dados

desta pesquisa verifica-se que a estatística F apresentou um resultado de 4,41 e um *p-value* de 0,006. Para o índice de significância de 5% estabelecido para a realização desta regressão, pode-se considerar a equação de regressão linear múltipla significativa para explicar a variação da estrutura de capital das empresas.

Este trabalho optou por utilizar equações de regressão com o intercepto, tratado na equação como β_1 . De acordo com Gujarati e Porter (2011), o intercepto dá o efeito médio sobre Y de todas as variáveis excluídas do modelo e representa o valor médio de Y quando X2, X3 e X4 são iguais a zero.

Os coeficientes, β_2 , β_3 e β_4 são conhecidos como coeficientes parciais de regressão ou coeficientes parciais angulares e eles medem a variação no valor médio de Y, por unidade de variação em X2, X3 ou X4. Segundo Gujarati e Porter (2011), estes coeficientes nos dão o efeito direto ou líquido de uma unidade de variação em X2 sobre o valor médio de Y, excluídos os efeitos que X3 e X4 possam ter sobre a média de Y. Portanto, ao estimar as variáveis que farão parte do modelo de regressão e construir estimativas para a equação, é fundamental que as variáveis não possuam um alto grau de correlação, uma relação linear exata, conhecida como multicolinearidade.

A multicolinearidade significa a existência de uma relação linear perfeita ou exata entre algumas ou todas as variáveis explanatórias do modelo de regressão (Gujarati e Porter, 2011). Desta forma, na hipótese de ausência de multicolinearidade perfeita, todas as variáveis não teriam funções lineares exatas de outras variáveis do modelo. A multicolinearidade pode ser verificada nos testes estatísticos a seguir por meio dos indicadores VIF (*Variation Inflation Factors*). De acordo com Gujarati e Porter (2011), este indicador mostra como a variância de um estimador é inflada pela presença da multicolinearidade, ou seja, a velocidade com a qual as variâncias e covariâncias

umentam. Quanto maior for o valor de VIF, maior será a presença de multicolinearidade da variável observada.

Os resultados de VIF apurados para as variáveis independentes tamanho, rentabilidade e propriedade foram, respectivamente, de 1,22, 1,22 e 1,04. Estes dados demonstram multicolinearidade moderada, não inviabilizando a presença das variáveis escolhidas para este modelo de análise de regressão linear múltipla.

Considerando estas questões apresentadas para a estimação do modelo, os dados da pesquisa foram inseridos no software Minitab para a construção da equação da regressão linear múltipla que será apresentada a seguir. O modelo se utilizou de todas as empresas de capital aberto desta pesquisa, uma amostra de 100, sendo 50 do Novo Mercado e 50 do Segmento Tradicional, no ano de 2010 para a construção da primeira equação de regressão.

Os resultados são apresentados a seguir em relatório extraído do software Minitab. (Tabela 2). É importante notar o valor do coeficiente de determinação múltiplo, R^2 . Segundo Gujarati e Porter (2011), este coeficiente mede a qualidade do ajustamento da equação de regressão, fornecendo a proporção ou percentual da variação total da variável dependente Y que é explicada conjuntamente pelas variáveis X2, X3 e X4. Utilizando os dados da pesquisa, percebe-se que a variação da estrutura de capital é explicada em 12,12% pela variação conjunta ocorrida no tamanho, rentabilidade e estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto no ano de 2010.

O importante na construção das equações de regressão não é necessariamente a obtenção de um R^2 elevado, mas sim a obtenção de estimativas confiáveis dos coeficientes de regressão e fazer inferências estatísticas sobre eles (Gujarati e Porter, 2011).

Os coeficientes das variáveis independentes revelam a relação estabelecida com a estrutura de capital das empresas. A variável independente tamanho das empresas foi representada na equação de regressão pelo coeficiente de 0,0239. Foi estabelecida uma relação com a variável independente em sentido positivo, ou seja, quanto maior for a empresa, medida por seu ativo total, maior o grau de alavancagem financeira. Este aspecto confirma a teoria dos determinantes da estrutura de capital das empresas proposta por Titman e Wessels (1998), que afirma que o tamanho das empresas afeta positivamente a sua capacidade de atrair capitais proveniente de dívidas.

Já a rentabilidade das empresas, com coeficiente de -0,2309, segue em direção contrária, ou seja, as empresas mais rentáveis possuem menor grau de alavancagem financeira, estabelecendo uma relação negativa com a variável dependente do modelo. Este resultado está de acordo com a teoria do *Pecking Order*, desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), na qual as empresas preferem utilizar recursos internos, próprios, como primeira alternativa para se financiarem. O resultado negativo do coeficiente da rentabilidade está em consonância com o trabalho de Timan e Wessels (1998) e também Perobelli e Famá (2002) que afirmam que a rentabilidade possui uma relação inversa com o endividamento das empresas, pois a capacidade da empresa de gerar recursos provenientes de suas operações pode ser utilizada como reserva para investimentos.

A última variável independente, a estrutura de propriedade, apresentou na equação de regressão o coeficiente de 0,001243, com sinal positivo, que poderia indicar que as empresas com maior concentração da propriedade, maior posse de ações com o maior controlador da sociedade, são empresas com maior grau de alavancagem financeira. Este aspecto demonstraria também que ao diminuir a pulverização de ações entre um grande número de acionistas, com uma consequente concentração das ações em poucos

proprietários, as empresas precisam recorrer a opção de financiamento por meio do capital de terceiros, conhecido como endividamento. Estas características estão de acordo com as afirmativas de Pinto e Leal (2013) sobre a baixa dispersão de ações no Brasil e o ainda elevado grau de concentração de propriedade. No entanto, o *p-value* da estrutura de propriedade, 0,097, indica que este coeficiente não é significativo estatisticamente, não sendo possível afirmar a existência de relação deste com a estrutura de capital das empresas.

Observando os índices de significância das variáveis independentes deste estudo, percebe-se que o tamanho das empresas e a rentabilidade atingiram um *p-value*, respectivamente de 0,021 e 0,005 dentro do limite de 5%, que permite a rejeição da hipótese nula para estas duas variáveis. Esta constatação permite afirmar que dentro das condições do teste, o tamanho e a rentabilidade são estatisticamente significantes para a determinação da estrutura de capital das empresas.

A outra variável independente do estudo, a estrutura de propriedade, atingiu um *p-value* de 0,097. Se o limite de significância fosse ampliado de 5% para 10%, esta variável poderia ser considerada também significativa estatisticamente.

Os resultados do modelo de regressão linear múltipla para o ano de 2010 não permitem o aceite das hipóteses H5, H6 e H7 devido as falhas existentes no modelo. A hipótese H5 propõe que as empresas maiores são mais alavancadas financeiramente. A hipótese H6, as empresas mais rentáveis possuem menor grau de alavancagem financeira. A hipótese H7, as empresas com maior concentração de propriedade possuem maior alavancagem financeira, não pode também ser comprovada estatisticamente. Ao identificar a existência de um coeficiente da estrutura de propriedade sem significância estatística, a equação de regressão que representaria o modelo para os determinantes da estrutura de capital das empresas desta pesquisa, perde

as condições de prever as variações da estrutura de capital com base nas variações das variáveis independentes.

Uma medida importante da qualidade do modelo a ser avaliada é a estatística de Durbin-Watson, que é utilizado para a detecção de correlação serial. De acordo com Gujarati e Porter (2011), a autocorrelação ou correlação serial podem ser definidas como a correlação entre integrantes de séries de observações ordenadas no tempo ou no espaço que, no contexto da regressão, pressupõe que esta correlação não existe nos termos de erros. O teste de Durbin-Watson, também conhecido como estatística d se baseia nos resíduos estimados, que costumam ser calculados na análise de regressão juntamente com R2, R2 ajustado e teste t.

A equação de regressão linear múltipla apresentada pelo software Minitab apresentou um indicador da estatística de Durbin Watson de 1,80498, que não indica a presença de autocorrelação serial do tipo 1. Desta maneira, esta medida atesta a qualidade do modelo apresentado para estimar a estrutura de capital das empresas pesquisadas.

Análise de Variância					
Fonte	GL	SQ (Aj.)	QM (Aj.)	Valor F	Valor-P
Regressão	3	0,35226	0,11742	4,41	0,006
Tamanho	1	0,14575	0,14575	5,48	0,021
Rentabilidade	1	0,22418	0,22418	8,43	0,005
Propriedade	1	0,07465	0,07465	2,81	0,097
Erro	96	2,55380	0,02660		
Total	99	2,90606			
Sumário do Modelo					
	S	R2	R2(aj)	R2(pred)	
	0,163101	12,12%	9,38%	0,00%	
Coeficientes					
Termo	Coef	EP de Coef	Valor T	Valor-P	VIF
Constante	-0,078	0,148	-0,52	0,602	
Tamanho	0,0239	0,0102	2,34	0,021	1,22
Rentabilidade	-0,2309	0,0795	-2,90	0,005	1,22
Propriedade	0,001243	0,000742	1,68	0,097	1,04
Equação de Regressão					

**Estrutura de Capital = -0,078 + 0,0239 Tamanho - 0,2309 Rentabilidade
+ 0,001243 Propriedade**

Ajustados e Diagnósticos para Observações Atípicas

Obs.	Estrutura de Capital	Ajuste	Resid	Resid Pad		
6	0,6470	0,3152	0,3318	2,05	R	
12	0,6580	0,2551	0,4029	2,49	R	
56	0,6150	0,2362	0,3788	2,40	R	
71	0,5180	0,1913	0,3267	2,07	R	
81	0,1470	0,4673	-0,3203	-2,12	R	X
82	0,9750	0,5062	0,4688	3,28	R	X
86	0,1160	0,2226	-0,1066	-0,70		X

R Resíduo grande

X Atípicos X

Estatística de Durbin-Watson

Estatística de Durbin-Watson = 1,80498

Tabela 2: Equação de Regressão para o ano de 2010. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

4.2.2- ANO DE 2013

O teste estatístico de análise de regressão múltipla foi também realizado com os dados das 100 empresas pesquisadas para o ano de 2013. Desta forma, a variável dependente, estrutura de capital, foi regredida em função do tamanho, rentabilidade e estrutura de propriedade das empresas de capital aberto deste estudo.

A primeira observação para o modelo de regressão do ano de 2013 é para o teste F, que indica a sua significância geral. O resultado encontrado é de 4,0 e um *p-value* de 0,01, portanto inferior ao nível de significância de 5%, indicando que a equação de regressão linear múltipla pode ser utilizada para estimar as variáveis estudadas.

Os coeficientes da equação seguiram o mesmo sentido do modelo construído para o ano de 2010 e os resultados estão apresentados na tabela 3. O tamanho apresentou um coeficiente positivo de 0,01, indicando que quanto maior o tamanho das empresas maior seria o seu grau de alavancagem. A rentabilidade teve um coeficiente de -0,01997, demonstrando novamente uma relação negativa com a estrutura de capital das empresas,

ou seja, quanto maior a rentabilidade, menor será o índice de estrutura de capital, representado pela alavancagem financeira das empresas. Por fim, o coeficiente da estrutura de propriedade apresentou o resultado de 0,002139, com sinal positivo, indicando uma relação positiva com a estrutura de capital das empresas.

O resultado do índice de significância, medido pelo *p-value*, indica uma relação estatisticamente significativa das variáveis independentes rentabilidade e estrutura de propriedade justificadas respectivamente pelos seguintes índices, 0,006 e 0,021. O tamanho das empresas não se apresentou estatisticamente significativo, ao contrário do resultado apurado para o ano de 2010.

As hipóteses colocadas para este estudo que não puderam ser comprovadas para o ano de 2013 foram a H5, H6 e H7. Esta constatação ocorre devido à existência de coeficientes sem significância estatística, como a constante que apresentou um *p-value* de 0,546 e o tamanho com o resultado de 0,369, portanto superiores à 0,05 especificado para o modelo de regressão.

O teste R² para o ano de 2013 apresentou o resultado de 11,11%, um pouco inferior ao encontrado para 2010, que foi de 12,12%. Este é um dos indicadores de qualidade do modelo de regressão e representa qual a proporção da variação de Y, variável dependente, que pode ser explicada pela variação das variáveis independentes utilizadas neste estudo.

A multicolinearidade excessiva também não esteve presente em 2013, resultado obtido por meio do indicador VIF. Os resultados encontrados para os coeficientes são de 1,04, 1,03 e 1,04 representando uma multicolinearidade bastante baixa, quase inexistente, que seria obtida caso os resultados atingissem 1.

A estatística de Durbin Watson em 2013 foi de 1,7839, representando uma ausência de autocorrelação serial do tipo 1, tornando o modelo de regressão linear

múltipla adequado para estimar os resultados da variação da variável dependente do estudo, a estrutura de capital das empresas, de acordo com este critério.

Análise de Variância					
Fonte	GL	SQ (Aj.)	QM (Aj.)	Valor F	Valor-P
Regressão	3	0,47704	0,15901	4,00	0,010
Tamanho	1	0,03242	0,03242	0,82	0,369
Rentabilidade	1	0,31543	0,31543	7,93	0,006
Propriedade	1	0,21923	0,21923	5,51	0,021
Erro	96	3,81795	0,03977		
Total	99	4,29499			
Sumário do Modelo					
	S	R2	R2(aj)	R2(pred)	
	0,199425	11,11%	8,33%	0,00%	
Coeficientes					
Termo	Coef	EP de Coef	Valor T	Valor-P	VIF
Constante	0,104	0,172	0,61	0,546	
Tamanho	0,0100	0,0111	0,90	0,369	1,04
Rentabilidade	-0,01997	0,00709	-2,82	0,006	1,03
Propriedade	0,002139	0,000911	2,35	0,021	1,04
Equação de Regressão					
Estrutura de Capital = 0,104 + 0,0100 Tamanho - 0,01997 Rentabilidade + 0,002139 Propriedade					
Ajustados e Diagnósticos para Observações Atípicas					
Obs.	Estrutura de Capital	Ajuste	Resid	Resid Pad	
56	0,893	0,310	0,583	3,04	R
70	0,740	0,829	-0,089	-3,30	R X
82	1,245	0,432	0,813	4,32	R
R Resíduo grande					
X Atípicos X					
Estatística de Durbin-Watson					
Estatística de Durbin-Watson = 1,7839					

Tabela 3: Equação de Regressão para o ano de 2013. Fonte: Dados da pesquisa, 2014

Os testes estatísticos apresentados com as suas respectivas análises concluem esta seção de análise de dados do trabalho. A próxima parte apresenta as considerações finais e sugestões para novos estudos.

5- CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo geral identificar se as empresas pertencentes ao Novo Mercado, segmento da bolsa de valores brasileiras que adota regras diferenciadas para boas práticas de governança corporativa, apresentam diferenças significativas em sua estrutura de capital e atributos com relação as empresas do segmento tradicional da BM&F Bovespa. A motivação para esta investigação reside na possibilidade da adoção da governança corporativa influenciar a estratégia empresarial, em especial a obtenção de recursos externos para alavancar os investimentos e o crescimento das organizações.

Para atender este objetivo foram realizados testes estatísticos de significância com o objetivo de identificar diferenças, porventura existentes, entre os dois grupos de empresas, para os anos de 2010 e 2013. O resultado dos testes não indicou diferenças na estrutura de capital, representada pela alavancagem financeira, para os anos de 2010 e 2013. (Hipótese 1) No entanto, os atributos determinantes da estrutura de capital escolhidos para este estudo, apresentaram diferenças entre os dois grupos de empresas pesquisadas, podendo evidenciar características dos dois grupos de empresas estudadas. (Hipóteses 2, 3 e 4)

Em primeiro lugar, os testes demonstraram que o tamanho das empresas do Novo Mercado foi considerado superior as empresas do segmento tradicional para 2010 e 2013, demonstrando que as organizações de maior porte, representado pelo ativo total, são mais propensas a adoção da governança corporativa em patamares mais elevados, com maior número de exigências para garantir os direitos dos envolvidos. (Hipótese 2) Este fato poderia ser justificado porque organizações maiores teriam um maior custo de agência e conflitos decorrentes da sua gestão com os diversos tipos de acionistas, motivando a adoção de boas práticas de governança corporativa para mitigá-los. A variável tamanho das empresas, ao incluí-la na análise de regressão linear múltipla, não

se mostrou significativa para explicar a variação da estrutura de capital das empresas pesquisadas no ano de 2010. (Hipótese H5)

A rentabilidade das empresas, medida pela proporção do lucro líquido versus patrimônio líquido das empresas, foi uma outra variável presente neste estudo para explicar a formação da estrutura de capital das empresas. A média de rentabilidade das empresas do Novo Mercado apresentou-se como superior as empresas do segmento tradicional, representando um indicador importante da eficiência da gestão das empresas com boas práticas de governança corporativa para criar retorno do investimento dos seus acionistas. (Hipótese 3). A governança corporativa com o enfoque em finanças, como Jensen e Meckling (1976), e em estudos no Brasil como Saito e Silveira (2008), Silveira, Perobelli e Barros (2008), tem como principal objetivo a satisfação obter a satisfação dos acionistas por meio do retorno do capital investido nas operações das empresas.

Nas equações de regressão propostas para este trabalho, não se demonstrou que a rentabilidade tem influência para a determinação da estrutura de capital das empresas, ou seja, que as empresas mais rentáveis são aquelas que utilizam em menor intensidade o capital de terceiros para a formação de suas fontes de financiamento. (Hipótese 6). Decorrente dos resultados deste estudo, pode-se pressupor que as empresas com governança corporativa são em média mais rentáveis e utilizarão com maior intensidade a captação de recursos financeiros por meio da oferta de ações no mercado de capitais.

A estrutura de propriedade foi outro atributo considerado neste trabalho para a determinação da estrutura de capital das empresas brasileiras. Foi considerado o grau de concentração da propriedade, por meio da posse das ações do maior acionista da organização. O teste 2 sample t, destinado a comparar as médias de estrutura de propriedade dos dois segmentos de empresas, demonstrou que as empresas do Novo Mercado, que adotam boas práticas de governança corporativa, possuem menor

concentração de propriedade, sendo empresas que contam com maior pulverização de seu capital, atraindo um maior número de interessados em obterem a posse de seus papéis no mercado financeiro de capitais. (Hipótese 4). Esta representa mais uma evidência da maior utilização do capital obtido por meio das ações para as empresas do segmento do Novo Mercado, representando a principal estratégia de financiamento destas organizações. Nas equações de regressão, não foi possível estabelecer uma relação entre a estrutura de propriedade com a estrutura de capital das empresas pesquisadas. (Hipótese 7). No entanto, o trabalho pode demonstrar a permanência de estruturas de propriedade concentradas no Brasil, conforme constatado em trabalho anterior de Leal e Valadares (2002).

Diante destas questões apresentadas, os objetivos propostos para este trabalho, identificar diferenças entre empresas do Novo Mercado e empresas tradicionais no que se refere a estrutura de capital e seus atributos, bem como identificar quais os principais determinantes para a formação da estrutura de capital das empresas, puderam ser atingidos. No entanto, seria desejável incorporar maior número de variáveis que poderiam influenciar a estrutura de capital como a existência de garantias em ativos, incentivos tributários, crescimento das empresas, singularidade, classificação industrial, volatilidade, conforme proposto por Titman e Wessels (1988). Esta sugestão se justifica pelo fato de que o indicador R², provenientes das equações de regressão linear múltipla, que medem a capacidade do modelo proposto de explicar as variações ocorridas na variável dependente terem apresentado o resultado de 12,12% e 11,11%, respectivamente, em 2010 e 2013. O modelo de regressão pode aumentar o resultado de R² ao incorporar novas variáveis, aumentando a capacidade de explicar a variação na variável dependente, desde que não exista uma multicolinearidade excessiva (Gujarati e Porter, 2011).

A utilização de outras técnicas estatísticas seria uma outra sugestão para avanços dos estudos nesta área. Este trabalho utilizou o teste *2 Sample t* e a regressão linear múltipla devido as condições que o estudo foi desenvolvido, no qual estiveram presentes limitações de acesso a dados e tempo para a conclusão desta dissertação. Diante destas condições, optou-se por uma análise de dados do tipo corte transversal ou *cross section*, no qual analisa-se períodos específicos, 2010 e 2013, escolhidos pelo pesquisador. Como alternativa para a incorporação de um período mais longo e contínuo, que poderia ser, por exemplo, de 2008 à 2013, a técnica de análise de dados em painel seria a mais indicada, por combinar dados transversais com séries temporais, melhorando a qualidade das estimativas.

REFERÊNCIAS

- Alchian, A.; Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, v. 62, p.777-795.
- Alves, L. (2001) Governança e Cidadania Empresarial. *Revista de Administração de Empresas*, v. 41, nº 4, p.78-86, out/dez
- Andrade, A; Rosseti, J.P. (2012) Governança Corporativa. São Paulo: Editora Atlas.
- Assaf Neto, A. (2010) Finanças Corporativas e Valor. São Paulo: Editora Atlas.
- Assaf Neto, A. (2012). Mercado Financeiro. São Paulo: Editora Atlas.
- Barbedo, C.H.; Silva E. C.; Leal, R.P.C. (2009). Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*, 63 (1), 51-62
- Berle, A.; Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick and London: Transactions Publishers.
- Bertucci, L.; Bernardes, P.; Brandão, M. (2006) Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *R. Adm*, São Paulo, v.41, n.2, p.182-196, abr/maio/jun

Black, B. Strengthening Brazil's securities markets. (2001). Journal of Commercial, Economic and Financial Law, Stanford Law School, Working Paper 205.

Campos, T. (2006) Estrutura de Propriedade e Desempenho Econômico. R. Adm, São Paulo, v. 41, n. 4, p. 369-380, out/nov/dez

Coase, R.H. (1937) The Nature of the Firm. Economica, v. 4, p.386-405.

Coutinho, E.; Amaral, H.; Bertucci, L. (2006) O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. R. Adm, São Paulo, v. 41, n.2, p. 197-207, abr/maio/ jun.

Eid Junior, W. (1996) Custo e Estrutura de Capital: O comportamento das empresas brasileiras. RAE, São Paulo, v.36, n.4, p.51-59, Out/ Nov/ Dez

Fortuna, E. (2014) Mercado Financeiro. Rio de Janeiro: Editora Qualitymark.

Gorga, E. (2004) A Cultura Brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. R. Adm, São Paulo, v.39, n.4, p.309-326 out/nov/dez

Gujarati, D. N; Porter, D.C. (2011) Econometria Básica. Porto Alegre: AMGH Editora.

Hair et al (2009). Análise Multivariada de Dados. Porto Alegre: Bookman.

Harris, M; Raviv, A. (1991) The Theory of Capital Structure. Journal of Finance, v. 46, p. 297-355.

Jensen M. C. e Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n.4, p. 305-60, Oct.

La Porta, R et. (1998) Al. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p-1113-1155.

Leal, R; Silva, A.; Valadares, S. (2002) Estrutura de Controle das Companhias de Capital Aberto. *RAC*, Curitiba, V. 6, n.1, Jan/Abr: 07-18

Mankiw, N. G. (2014) *Princípios de Microeconomia*. São Paulo: Cengage Learning.

Marconi, M.; Lakatos, E. (2010) *Fundamentos de Metodologia Científica*. São Paulo: Editora Atlas.

Myers, S. C. (1984) The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, v. 39, n. 3, p. 575-92, July.

Myers, S. C. e Majluf, N. S. (1984) Corporate financing and Investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-222, June.

Myers, S. (2002) Financing of Corporations. *Handbook of the economics of finance*. Vol. 1, pp 215-253. Amsterdam: Elsevier.

Modigliani, F.; Miller, M. (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. Vol. XLVIII, nº 3, June.

Peixe, F. (2003) Novo Mercado: Obstáculos e Atrativos para as empresas do Nível I de Governança Corporativa. Dissertação de Mestrado, USP, São Paulo.

Peixoto, F. (2012) Governança Corporativa, Desempenho, Valor e Risco: Estudos das Mudanças em Momento de Crise. Tese de Doutorado, UFMG, Belo Horizonte.

Pereira, M. (2013) Análise da Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras de Capital Aberto (2003-2012): uma nova verificação da Static Trade-Off e da Pecking Order. Dissertação de Mestrado, UFMG, Belo Horizonte.

Perobelli, F.; Fama, R. (2002) Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *R. Adm, São Paulo*, V.37, n.3, p.33-46, julho/setembro.

Pinheiro, J. (2014) *Mercado de Capitais*. São Paulo: Editora Altas.

Pinto, M; Leal, R. (2013) Ownership Concentration, Top Management and Board Concentration. *RAC, Rio de Janeiro*, v. 17, n.3, pp.304-324, Maio/Junho.

Procianoy, J. Schonorrenberger, A. (2004) A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. *Revista Brasileira de Economia, Rio de Janeiro*, v. 58 (1), p. 122-146

Ribeiro Neto, R. e Famá, R. (2002) Uma alternativa de crescimento para o Mercado de Capitais Brasileiro- o Novo Mercado. R. Adm, São Paulo, v.37, n.1, p.29-38, janeiro/março.

Rossoni, L.; Machado da Silva, C.L. (2010) Institucionalismo Organizacional e Práticas de Governança Corporativa. RAC, Curitiba, Edição Especial, art 7, pp 173-198

Saito, R.; Silveira, A. (2008) Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. Revista de Administração de Empresas, São Paulo, v. 48, n. 2, abr/jun

Santos, C.; Júnior, T.; Cicconi, E. (2009) Determinantes da escolha da Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: um survey. R.Adm., São Paulo, v.44, n.1, p.70-81, jan./fev./mar.

Silva, A. (2002) A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. Tese de Doutorado, Rio de Janeiro, Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Silveira, A. D. M. (2004) Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e a relação com o desempenho das empresas no Brasil. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP.

Silveira, A D M. (2010) Governança Corporativa no Brasil e no Mundo. Rio de Janeiro: Elsevier.

Silveira, A D M; Perobelli, F F C, Barros, L A B C. (2008) Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. RAC, Curitiba, v. 12, n.3, p.763-788, Jul/Set

Sonza, I.; Kloeckner, G. (2014) Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. R. Adm, São Paulo, v.49, n.2, p.322-338, abr/maio/jun.

Titman, S.; Wessels, R. (1998) The determinants of Capital Structure Choice. The Journal of Finance, 43 (1), 1-19, March

Vergara, S. (2007) Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração. São Paulo: Editora Atlas.

Williamson, O. (1996) The mechanisms of governance. Oxford: Oxford University Press.

APÊNDICE

Apêndice 1 -Relação de Empresas da Pesquisa

1.1- NOVO MERCADO

Arteris
Alliansce
Abril
ALL America Latina
Arezzo
B2W
Bematech
Brasil Pharma
BRF
CCR
Cia Hering
Locamerica
Cia Providencia
Cosan Ind.
CR2 Empreendimentos
Cyrela Brasil
Dasa
Direcional Engenharia
Duratex
Ecorodovias
Embraer
Estacio PARTICIPAÇÕES
Eternit
Even
EZ TEC
Fertilizantes Hering
Fibria Celulose
Fleury S.A.
Gafisa
General Shopping
Grandene
Helbor
Hypermarcas
Iguatemi
International Meal
Iochpe
JBS SA
JHSF PArt
JSL SA
Localiza

Log in
Lojas Renner
M Dias Branco
Magnesita
Mahle
Marfrig
Natura
Positivo Informática
Raia
São Martinho

1.2- SEGMENTO TRADICIONAL

Algar Telecom
Baumer
Brookfield
Cambuci
Celulose Irani
Ceramica Chiarelli
Cia Industrial Cataguases
Cia Siderurgica Nacional
Cia Tecidos Norte de Minas
Cia Tecidos Santanense
Construtora Adolpho Lindenberg
Cristal Pigmentos
Dimed Distribuidora de
Medicamentos
Dohler
Dtcom
Electro Aço
Guararapes Confecções
J Macedo
Joao Forte Engenharia
Karsten
Lojas Americanas
Mendes Junior Engenharia
Metal Iguaçu
Minasmaquinas
Mundial SA
Nadir Figueiredo
Net
Panatlantica
Plascar Participações
Recrusul S.A.
Refinaria Manguinhos
Sanesalto Saneamento

Santher Fab de Papel
Schulz
Siderurgica Alipert
Souza Cruz
Springer S.A.
Suzano Holding
Tec Toy
Tecnosolo
Teka Tecelagem
Telemar Participações
Telefonica
Textil Renauxview
Trevisa
Unidas
Unipar
Vulcabras Azaleia
Wetzel
Whirlpool