

Governança corporativa e estrutura de capital: evidências empíricas das empresas de capital aberto presentes no anuário exame Melhores & Maiores de 2006

Ademilson Rodrigues dos Santos (UEL) - kunhissa@hotmail.com

Cicero Soares (UFPR) - ccisoares@gmail.com

Esmael Almeida Machado (UEMS) - el_machado_ms@terra.com.br

Luiz Panhoca (UFPR) - luiz.panhoca@uol.com.br

Rodrigo Martins de Souza (UEL) - rmscontador@hotmail.com

Resumo:

Pertencer aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) deveria propiciar uma melhora na imagem institucional das organizações, possivelmente maior demanda e valorização de suas ações e, conseqüentemente, influenciar de alguma forma suas decisões de financiamento e suas estruturas e custos de capital. Aceitando-se essa premissa, este trabalho procura evidências no sentido de confirmar, ou não, essa influência. Empregou-se a metodologia descritivo-quantitativa para investigar: 1) se existem diferenças, estatisticamente significativas, entre as médias de endividamento das empresas pertencentes aos NDGC e empresas não pertencente a esses níveis; e 2) se há redução gradativa no custo de capital próprio das empresas pertencentes aos NDGC da Bovespa à medida que cresce o grau de exigência desse segmento especial do mercado de capitais brasileiro. Utilizou-se como amostra as 500 maiores empresas em vendas presentes no Anuário Exame Melhores e Maiores 2006 (dados de 2005). As evidências encontradas sugerem que, em relação às estruturas de capital, na média, não há diferenças estatisticamente significativas. Quanto ao custo de capital próprio, os testes realizados evidenciam que, na média, entre as empresas dos NDGC, não há diferenças estatisticamente significativas.

Palavras-chave: *Governança Corporativa. Estrutura de Capital. Custo de Capital Próprio*

Área temática: *Controladoria*

Governança corporativa e estrutura de capital: evidências empíricas das empresas de capital aberto presentes no anuário exame Melhores & Maiores de 2006

Resumo

Pertencer aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) deveria propiciar uma melhora na imagem institucional das organizações, possivelmente maior demanda e valorização de suas ações e, conseqüentemente, influenciar de alguma forma suas decisões de financiamento e suas estruturas e custos de capital. Aceitando-se essa premissa, este trabalho procura evidências no sentido de confirmar, ou não, essa influência. Empregou-se a metodologia descritivo-quantitativa para investigar: 1) se existem diferenças, estatisticamente significativas, entre as médias de endividamento das empresas pertencentes aos NDGC e empresas não pertencente a esses níveis; e 2) se há redução gradativa no custo de capital próprio das empresas pertencentes aos NDGC da Bovespa à medida que cresce o grau de exigência desse segmento especial do mercado de capitais brasileiro. Utilizou-se como amostra as 500 maiores empresas em vendas presentes no Anuário Exame Melhores e Maiores 2006 (dados de 2005). As evidências encontradas sugerem que, em relação às estruturas de capital, na média, não há diferenças estatisticamente significativas. Quanto ao custo de capital próprio, os testes realizados evidenciam que, na média, entre as empresas dos NDGC, não há diferenças estatisticamente significativas.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Estrutura de Capital. Custo de Capital Próprio.

Área Temática: Controladoria

1 INTRODUÇÃO

Ross *et al.* (2002), ao parafrasear Coase (1937), faz a seguinte pergunta: Por que as empresas existem, no mundo das Finanças? Segundo o autor, empresas existem porque há investidores que, ao assumirem risco, mediante uma expectativa de remuneração, se dispõem a financiar as atividades mercantis. Assim, estes investidores podem ser os próprios acionistas, aqueles que assumem o maior risco do negócio, por isso chamado de residuais, pois serão os últimos a serem contemplados com alguma sobra do empreendimento, caso este não obtenha sucesso. A escassez do capital obriga os acionistas, que não dispõem de recursos ilimitados, a ir ao mercado em busca de parceiros para dar continuidade ao empreendimento. Esta nova classe de investidor, no sentido lato, são os credores que, também mediante uma remuneração, mas desta vez explícita, concordam em compartilhar o risco do negócio.

O custo de capital de uma empresa será, portanto, a média ponderada do retorno exigido por essas duas classes de investidores: os acionistas, para o capital próprio, e os intermediários financeiros, para o capital de terceiros. Ou seja, o custo de capital será uma combinação dos retornos necessários para remunerar seus credores e acionistas.

Assim, a decisão de ter essa ou aquela estrutura de capital não só permitirá uma redução ou aumento em seu custo de capital, mas levará ao mercado uma mensagem de como a empresa está optando por financiar seus investimentos. Perobelli *et al.* (2005, p.2) afirmam que, como exemplo de mecanismo de governança corporativa, está a própria estrutura de capital escolhida pela empresa, que atua através da chamada “disciplina da dívida” – cláusulas restritivas presentes nos contratos de financiamento que impedem que recursos livres sejam investidos de forma subótima pelos acionistas controladores e gestores.

Mas qual a relação entre governança corporativa e estrutura de capital? De acordo com

Silveira (2004), a importância da governança corporativa sobre a estrutura de capital está no impacto que aquela causa sobre a forma de financiamento escolhida pela empresa. Segundo o autor, em uma população de companhias, algumas se diferenciariam como “empresas com boa governança”, tornando-se mais atraentes aos investidores, o que provocaria um aumento na quantidade de indivíduos interessados em alocar recursos em seus projetos. Assim, maior oferta de recursos, decorrente do aumento da demanda dos investidores por seus títulos, propiciaria diminuição do custo médio ponderado do capital dessas empresas, tanto do capital próprio, por meio da subscrição de novas ações, quanto do capital de terceiros, mediante emissão de debêntures, bônus ou obtenção de empréstimos de longo prazo.

Portanto, a redução no custo de capital é o principal objetivo buscado pelas empresas que captam recursos no mercado de valores mobiliários. Pertencer aos NDGC deveria permitir atingir esse objetivo, além de alcançar, perante investidores e comunidade, uma maior exposição na imagem institucional da companhia.

Segundo Martins *et al.* (2006, p. 1-2), tanto a Bovespa como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) consideram que as empresas listadas nos NDGC apresentariam alguns diferenciais. Dentre outros, destacam-se a melhora da imagem institucional, maior demanda por suas ações, maior valorização das ações, menor custo de capital, maior grau de proteção aos minoritários, dentre várias outras vantagens.

Buscando dar maior transparência ao mercado e, por conseguinte, atrair maior número de investidores, com provável aumento no volume de transações, a Bovespa lançou, em dezembro de 2000, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), sendo estes, desmembrados em Novo Mercado (NM), Nível 1 (N1GC) e Nível 2 (N2GC). É crescente o grau de exigência de transparência e proteção aos acionistas na medida em que as empresas sobem de nível até chegar ao NM.

Para as empresas que aderissem às novas regras dos NDGC, havia expectativa de maior demanda por seus títulos, com aumento na liquidez, e redução nos custos de captação, com reflexos positivos no custo de capital. Assim, este trabalho foi estruturado para encontrar respostas para duas questões de pesquisa.

Primeira: Existe diferença significativa nas médias de endividamento de longo prazo das empresas que adotam e das empresas que não adotam práticas de governança corporativa? O objetivo é investigar se as empresas pertencentes aos NDGC, depois de 5 anos, apresentam uma estrutura de capital menos alavancada do que aquelas do segmento tradicional da Bovespa.

Segunda: Existe uma redução gradativa no custo de capital próprio entre os NDGC das empresas pertencentes a esse segmento especial de listagem da Bovespa, na medida em que aumenta o grau de exigência entre esses níveis? O objetivo é investigar se o custo do capital próprio das empresas do NM é menor do que o custo do capital próprio das empresas do N2GC; e se o custo do capital próprio do N2GC é menor do que o custo do capital próprio das empresas do N1GC.

O desenvolvimento deste artigo foi assim estruturado: na seção 2 são feitos comentários sobre estrutura e os conceitos de custo de capital; na seção 3 aborda-se a Governança Corporativa e os estudos já realizados sobre este tema e Estrutura de Capital; na seção 4, são definidos os procedimentos metodológicos; na seção 5, são discutidos os resultados; e, por último, na seção 6, são apresentadas as considerações finais.

2 ESTRUTURA DE CAPITAL E CUSTO DE CAPITAL

2.1 Estrutura de Capital

Ao dar início aos estudos sobre estrutura de capital Damodaran (2002, p. 228-9) argumenta que a opção básica de financiamento que as empresas têm é escolher entre a utilização de Endividamento e Patrimônio Líquido. Deste modo, para tomar tal decisão, as empresas devem identificar as características fundamentais do endividamento e do patrimônio líquido e os diferentes tipos de dívidas e de ações do capital, e também os títulos híbridos. Devem também equilibrar as vantagens e desvantagens de cada uma das fontes de capital para compor a estrutura de capital da empresa.

Verifica-se que a diferença básica entre dívidas e ações está na natureza dos direitos sobre os fluxos de caixa da empresa e dos custos destes direitos que influenciam as decisões de financiamento das empresas. Brealey e Myers (1997, p. 447) argumentam que o recurso básico de qualquer empresa é a corrente de fluxos de caixa produzida pelos seus ativos. Quando a empresa é inteiramente financiada por capitais próprios, todos esses fluxos de caixa pertencem aos acionistas. Quando emite dívidas e ações, a empresa compromete-se a dividi-los em duas partes: uma, relativamente segura, que se destina aos detentores de dívida, e uma outra, com maior risco, que se destina aos detentores de ações.

Diante do exposto, verifica-se que a estrutura de capital é a forma como se compõe o lado direito do balanço da empresa, em termos de capital próprio e capital de terceiros. Capital próprio, na linguagem contábil, corresponde ao patrimônio líquido, ou seja, o capital que pertence aos acionistas ou quotistas da empresa que possuem direitos residuais sobre os fluxos de caixa da empresa. Capital de terceiros corresponde às dívidas da empresa, ou seja, ao capital que foi tomado emprestado e que deve, no futuro, ser devolvido para os credores com o pagamento dos juros e do principal.

As origens dos estudos sobre estrutura de capital que se têm registro são da segunda metade do século XX. Desde então, o tema estrutura de capital passou a ser um dos assuntos mais estudados em finanças corporativas. Principalmente, a partir dos estudos desenvolvidos por Franco Modigliani e Merton H. Miller, doravante MM, nos anos de 1958, 1959 e 1963 e vários outros teóricos que os seguiram. MM (1958) concluíram que não existe uma estrutura de capital ótima. Porém, se existe, é uma questão não plenamente resolvida em Finanças Corporativas que permanece em estudo até os dias atuais.

Para MM (1958), a estrutura de capital da empresa é independente da sua decisão de investimento, assim, não importa a fonte de recurso, mas sim como ele será investido. Portanto, o que vale é a qualidade dos investimentos e não como estes são financiados, se com capitais próprios ou capitais de terceiros. As conclusões de MM passaram a ser contestadas largamente nos anos que se seguiram à publicação (ainda persistem atualmente), tendo como base os argumentos de Durand (1952), segundo o qual existiria uma estrutura ótima de capital.

Em sua teoria sobre a irrelevância da estrutura de capital, MM tomaram como pressupostos as condições de um mercado de capitais perfeito, com ausência de custos de falência, todas as empresas situarem-se na mesma classe de risco, ausência de tributação pessoal, ausência de crescimento nos fluxos de caixa das empresas, ausência de assimetria de informação e de custos de agência. Essas condições são as premissas básicas para a aceitação das proposições, como argumenta Miller (1998). Desse modo, a partir dos estudos de 1958, elaboraram as proposições I, II e III, apresentadas no quadro abaixo.

A dificuldade em contestar os argumentos de MM (1958) é que suas proposições derivam dos pressupostos e diante destes devem ser analisadas, fora desse contexto não é mais o Modelo MM. A qualidade e validade do modelo são aceitas diante da fundamentação do ajuste fornecido pelos pressupostos que o sustentam, e aí está a grande contribuição, pois qualquer desvio dos pressupostos invalidam-se as comparações. Os argumentos dos

estudiosos posteriores são tão divergentes de MM pelo fato de contestarem os pressupostos, mas estes, esclarece Miller (1998), são a razão de ser do modelo e oferecem coerência às conclusões de MM.

Quadro 1 – As Proposições de MM.

| PROPOSIÇÕES | DESCRIÇÃO |
|----------------|---|
| PROPOSIÇÃO I | O valor total de mercado de qualquer empresa é independente de sua estrutura de capital e é dado pela capitalização dos seus retornos esperados a uma taxa constante apropriada para sua classe de risco, assim como o seu Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC é igual ao de uma empresa sem dívidas (Lei de Conservação do Valor). |
| PROPOSIÇÃO II | A rentabilidade esperada de uma empresa com dívidas é igual à taxa de capitalização para uma empresa sem dívidas para determinada classe de risco, mais um prêmio de risco proporcional ao nível de endividamento. |
| PROPOSIÇÃO III | A política de investimento da empresa independe do tipo de financiamento utilizado. O que importa como critério de avaliação de investimentos é verificar se a sua rentabilidade é maior que a taxa de capitalização da firma em sua classe determinada. |

Fonte: Adaptado de Modigliani e Miller (1958).

No entanto, no mundo real, sem os pressupostos, parece que as empresas se comportam rumo à existência de uma estrutura ótima de capital. Assim, Harris e Raviv (1991) estudaram mais de 150 textos sobre teoria de estruturas de capital escritos durante a década de 80 além dos clássicos da década de 70, a partir daí fizeram uma compilação das idéias apresentadas sobre o assunto. Muito embora ainda existam muitas incertezas e muito campo para estudo, os autores puderam identificar os fatores determinantes da estrutura de capital apresentados no quadro abaixo.

Quadro 2 – Fatores determinantes da Estrutura de Capital.

| ABORDAGEM | DESCRIÇÃO |
|---|--|
| MODELOS BASEADOS EM CUSTOS DE AGÊNCIA | Assumem que a escolha da estrutura de capital relaciona-se com os conflitos de interesses entre acionistas e administradores e entre acionistas e credores. |
| MODELOS BASEADOS NA INTERAÇÃO ENTRE OS MERCADOS DE PRODUTOS E INSUMOS | Classe relativamente nova de modelos que explora a relação entre os campos de finanças corporativas e a teoria microeconômica da organização industrial. |
| TEORIA BASEADA EM CONSIDERAÇÕES DE CONTROLE CORPORATIVO | Explora o fato de que a emissão de ações ordinárias implica em atribuição de direitos de voto, ao contrário do que ocorre no caso de endividamento. |
| INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA | Os administradores da firma ou algum tipo de <i>insider</i> detêm um conjunto de informações sobre as características da firma não conhecidas pelos <i>outsiders</i> . A escolha da estrutura de capital pode servir como um sinal dos <i>insiders</i> aos <i>outsiders</i> , ou pode ser desenhada para mitigar ineficiências causadas pela própria assimetria. |

Fonte: Adaptado de Harris e Raviv (1991).

Da abordagem de informação assimétrica emergiu o *Pecking Order Theory* – POT ou ordem de preferência de Myers e Majluf (1984), sob qual os administradores da empresa estabelecem uma ordem de preferência entre os recursos passíveis de utilização, preferindo em primeiro lugar recursos gerados internamente, em segundo lugar captação de recursos por meio de novas dívidas e somente em último lugar a captação de recursos por meio de novas ações. Dos testes em empresas brasileiras, Ferreira e Brasil (1997) confirmaram a POT; Santana e Turolla (2002), não confirmaram; Medeiros e Daher (2004), fraca evidência; Moraes e Rhoden (2005), resultados consistentes com a POT; e Soares e Kloeckner (2005), encontraram elementos contrários, a favor e não-conclusivos.

Porém, uma nova abordagem sobre estrutura de capital considera que a Governança Corporativa da empresa tem influência sobre a sua estrutura de capital (veja, Cicogna, Valle e Toneto Júnior, 2005; e Perobelli *et al.*, 2005).

As decisões sobre a estrutura de capital a ser adotada pela empresa passam,

necessariamente, pela avaliação do seu custo de capital.

2.2 Custo de Capital

Os investidores fornecem os fundos para a formação e operação da empresa e, por este investimento de fundos, esperam um retorno apropriado. O retorno esperado pelos investidores é o custo que a empresa pagará pelo uso dos fundos, ou seja, é o custo do capital. Logo, os projetos da empresa devem ter um retorno, no mínimo igual ao custo de capital, para que não se destrua o valor da empresa. Para Lemes Júnior *et al.* (2005), “[...] custo de capital é a taxa mínima de retorno que se exige para aprovar propostas de investimento de capital sem diminuir o valor da empresa.”

O custo de capital total pago é a média ponderada dos custos das diferentes fontes de recursos utilizados pela empresa, denominado de Custo Médio Ponderado de Capital, também conhecido como WACC, *Weighted Average Cost of Capital*.

As diferentes fontes utilizadas são classificadas em dois grandes grupos: dívidas ou ações. Assim, as diferentes proporções de dívida e ações utilizadas pela empresa condicionarão custos de capital diferentes. Como os projetos de investimento deverão ser aceitos ou rejeitados em função do custo dos recursos neles aplicados, tem-se que as decisões de investimento da empresa e as decisões sobre como financiar estes investimentos dependem da estimativa do custo de capital que, sendo uma aproximação acertada do custo a ser realizado pela empresa, permitirá uma escolha adequada dos projetos.

Uma boa estimativa do custo de capital permite também que a avaliação da empresa seja confiável. “O valor de toda a empresa pode ser estimado ao se descontar os fluxos de caixa esperados ao longo do tempo ao custo de capital da empresa. O valor da empresa é, portanto, uma função de seus fluxos de caixa e de seu custo de capital” (DAMODARAN, 2002, p. 275).

Por sua importância na avaliação de empresas e de seus projetos de investimento, o custo de capital constitui-se em elemento chave para a administração financeira. Assim, a Estrutura de Capital, a política de dividendos e a política de investimentos são fatores controláveis por parte da empresa. No entanto, o nível de taxas de juros da economia, prêmio de risco de mercado e alíquotas de impostos são fatores que influenciam o custo do capital pago pela empresa, mas que estão fora de seu controle.

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O termo governança corporativa foi criado no início da década de 1980 nos países desenvolvidos, mais especificamente nos Estados Unidos e na Grã-Bretanha, com o objetivo de estabelecer as regras de relacionamento entre acionistas controladores, acionistas minoritários e administradores. Como afirma Zingales (1998, p.1) “o próprio termo governança corporativa nem mesmo existia na literatura de administração de empresas no início dos anos oitenta”.

Entretanto, foi com Berle e Means (1932) que esse tema de Finanças Corporativas deu seus primeiros passos. Em trabalho seminal, os autores lançaram as bases fundamentais para a compreensão do conflito de agência que surgia, durante o processo de gestão da companhia, entre o *agente* (executivo) e o *principal* (acionista).

Em verdade, esse conflito aparece com a corporação moderna, quando, com a abertura do capital e a oferta pública de ações, a propriedade das empresas tornou-se pulverizada. Agora, com a separação de papéis entre o gestor e o proprietário da empresa (diferente da visão clássica da *firma*), o *principal* contrata o *agente* para, em seu nome, tomar decisões na

gestão do empreendimento.

Como ambos têm interesses distintos, é fácil supor que, na gestão do negócio, o *agente* nem sempre tomará decisões que beneficiem o *principal*, como afirmam Jensen e Meckling (1976). Aliás, foram esses autores que deram grande contribuição ao desenvolvimento da teoria de agência. Nesse trabalho (1976), os autores tratam dos inevitáveis conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e funcionários de uma empresa e propõem formas de lidar com esse problema de agência.

Nos Estados Unidos, onde a maioria das empresas apresenta uma estrutura de propriedade do tipo “pulverizada”, a questão principal da governança corporativa é criar mecanismos que alinhem os interesses dos executivos com os dos acionistas. Já no caso do Brasil, onde o tema é mais recente, o modelo de governança corporativa utilizado pelas companhias brasileiras é diferente do modelo anglo-saxão e, como consequência, o problema básico de governança a ser estudado e resolvido também é diferente.

Segundo Silveira (2002), e pesquisas realizadas pelo IBGC e pela McKinsey & Company e Korn/Ferry International em 2001, revelam que as empresas brasileiras possuem uma estrutura de propriedade bastante concentrada, com a presença marcante de um acionista controlador, que geralmente atua como gestor da companhia ou indica uma pessoa da sua confiança para exercer tal função. Desse modo, o principal problema de governança do modelo brasileiro ocorre entre acionistas controladores e os outros fornecedores de recursos financeiros, que são os acionistas minoritários e os credores de longo prazo.

Nos últimos anos, com a abertura do mercado e o consequente aumento da competitividade, criou-se a necessidade de obtenção de recursos ao menor custo possível, o que estimulou empresas a adotar melhores práticas de governança corporativa. Com esse objetivo, o modelo de governança brasileiro tem evoluído visando dar maior importância aos interesses dos acionistas minoritários, oferecer maior nível de transparência das informações ao mercado e permitir grau mais elevado de profissionalização do Conselho de Administração.

Foi assim que a Bovespa, inspirada no Neuer Markt alemão, lançou, em dezembro de 2000, a listagem especial de empresas de Governança Corporativa, composto pelo Novo Mercado (NM) e os Níveis 1 (N1GC) e 2 (N2GC). Nesse segmento especial, as empresas se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e aberturas adicionais de informações em relação ao que é exigido pela legislação.

Como a condição para ser listada no NM é a emissão de somente ações ordinárias, e isso se tornaria inviável para a maioria das empresas num primeiro momento, a Bovespa criou os Níveis 1 e 2 de GC, que funcionariam como estágios intermediários para se chegar à classificação máxima. Dessa forma, o grau de exigência é crescente do N1 ao NM.

O principal compromisso das empresas listadas no Nível 1 refere-se à prestação de informações que facilitem o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da Companhia. Dentre outras, destacam-se as demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa, encaminhadas à Bovespa e à CVM.

Além das exigências do Nível 1, as empresas do Nível 2 assumem o compromisso de ampliar os direitos societários dos acionistas minoritários, bem como de aumentar o número de integrantes e a independência do Conselho de Administração. Devem também divulgar as demonstrações financeiras em padrões internacionais, bem como aceitar a Câmara de Arbitragem na resolução de conflitos societários.

Assumindo também as exigências do N2GC, as empresas do NM, além de possuírem

somente ações ordinárias em seu quadro societário, devem manter um mínimo de 25% das ações em circulação. Devem ser estendidas, para todos os acionistas, as mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia, o chamado “*tag along*”.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, tanto para o NM como para os Níveis 1 e 2, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Para informações detalhadas sobre o grau de exigência de cada nível, vide regulamento de adesão dos segmentos especiais de listagem de GC do Bovespa, o qual se encontra em seu sítio.

3.1 Estudos sobre a Relação GC e Estrutura de Capital no Brasil entre 2004 a 2006

Poucas são as pesquisas que se ocuparam em estudar a influência da governança corporativa na estrutura de capital em empresas brasileiras. Após análises dos artigos publicados no Encontro Nacional de Programas de Pós-graduação em Administração – ENANPAD – e no Congresso de Controladoria da Universidade de São Paulo – Congresso USP de Controladoria – encontrou-se apenas dois artigos publicados no ENANPAD. Para ambos os congressos, o período de análise compreendeu os anos de 2004-2006. As peculiaridades dos dois estudos e os resultados e conclusões dos autores são analisados a seguir.

Cicogna, Valle e Toneto Júnior (2005) investigaram se a adesão das empresas a melhores práticas de governança corporativa, com a ampliação da divulgação das informações e dos compromissos com os financiadores, contribui para a maior alavancagem de recursos e para o alongamento do prazo do passivo (amostra de 337 empresas brasileiras). Os resultados dos testes mostraram que, controlando-se pelo tamanho das empresas, aquelas que aderiram a níveis superiores de governança ampliaram o acesso à dívida junto ao sistema financeiro, sinalizando uma redução na restrição ao crédito, e conseguiram um alongamento do prazo dos passivos.

Perobelli *et al.* (2005) verificaram quais são os atuais fatores indutores do grau de endividamento das empresas de capital aberto brasileiras, numa abordagem em seção cruzada tendo como base o ano de 2002 e considerando como fator determinante da estrutura de capital a qualidade da governança corporativa da empresa emissora de títulos. Em uma amostra composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo que apresentaram liquidez significativa nos anos entre 1998 a 2002, chegando a um total de 154 empresas.

Segundo Perobelli *et al.* (2005), as teorias postulam que, ao mesmo tempo em que a qualidade da governança corporativa pode ser um fator determinante para a contratação de recursos próprios e de terceiros, a estrutura de capital pode ser vista como um instrumento de governança corporativa. Assim, a relação simultânea que considera tanto a estrutura de capital quanto a qualidade da governança corporativa como variáveis endógenas num sistema, foi objeto de investigação dos autores.

Os resultados obtidos por Perobelli *et al.* (2005) indicam que a escolha da estrutura de capital pelas empresas parece ser antes influenciada por atributos teóricos próprios do que por escolha única. Constataram que o grau de alavancagem das empresas é influenciado pelos atributos teóricos “crescimento” e “rentabilidade”, além de ter se mostrado também dependente dos atributos “singularidade”, “volatilidade” e “qualidade da governança corporativa”.

O quadro a seguir apresenta um resumo das principais conclusões dos estudos

analisados. Verifica-se que as evidências levantadas por Cicogna, Valle e Toneto Júnior (2005) apontam que níveis superiores de governança ampliam o endividamento das empresas. Em Perobelli *et al.* (2005) os resultados também apontam para a influência da qualidade da governança corporativa na estrutura de capital das empresas analisadas. Portanto, os resultados desses estudos em comparação com os desta pesquisa buscam evidências que contribuam para o estudo da GC como mais um fator determinante da estrutura de capital.

Quadro 3 - Estudos realizados em empresas brasileiras sobre a influência da GC na estrutura de capital das empresas.

| AUTOR (ES) | TIPOS DE TESTES | OBJETIVO | RESULTADO |
|--|--|--|---|
| Cicogna, Valle e Toneto Júnior (2005). | Cálculo de Médias e Regressão Múltipla. | Impacto da adesão a padrões mais elevados e GC sobre o endividamento empresarial. | Evidências indicam que níveis superiores de governança ampliaram o endividamento. |
| Perobelli et al. (2005). | Regressão múltipla do tipo seção cruzada e método dos mínimos quadrados de três estágios (equações simultâneas). | Investigação de fatores determinantes da estrutura de capital e GC abordando a questão da endogeneidade. | Fatores identificados: Crescimento, rentabilidade, singularidade, volatilidade, qualidade GC. |

Fonte: Os autores.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

4.1 Abordagem, Testes e Hipóteses

Trata-se de um estudo descritivo-quantitativo, pois procura pesquisar possíveis relações entre dois grupos com características diferentes. Na primeira questão deste trabalho, pesquisa-se a adoção de práticas de Governança Corporativa (variável independente) e sua possível relação com a adoção de estruturas de capital diferenciadas (variável dependente), nas empresas pesquisadas.

Assim, são utilizadas duas amostras de empresas (com e sem Governança Corporativa) cujo primeiro objetivo é investigar se existe diferença estatisticamente significativa entre as médias das amostras quanto aos índices de endividamento de longo prazo e de endividamento geral.

Para a segunda questão de pesquisa, investiga-se o custo de capital próprio das empresas dos NDGC, pressupondo que, na medida em que aumenta o grau de exigência de práticas de GC, haveria uma redução gradativa naquele custo. Ou seja, para as empresas se submeterem a um maior grau de exigência, é esperado um custo de capital próprio menor.

Para alcançar o segundo objetivo, são calculados os custos de capital próprio das empresas do NM, das empresas do N2GC e das empresas do N1GC da Bovespa. Em seguida, são comparadas em grupos emparelhados, com o propósito de verificar se há diferença significativa, estatisticamente, entre eles.

A metodologia quantitativa utilizada envolve testes “t” para diferença de médias em amostras independentes e para igualdade de médias. Inicialmente é testada a assunção de variância constante da população e a existência de valores extremos na amostra. Para atingir os objetivos propostos, definidas em sua forma nula, são testadas as seguintes hipóteses:

H_{01} : Não há diferença significativa, em média, entre a estrutura de capital, representada por seus índices de endividamento geral e de longo prazo, das empresas que adotam e das empresas que não adotam práticas de governança corporativa.

H_{02} : Não há diferença significativa, em média, no custo do capital próprio, entre os NDGC, das empresas pertencentes a esse segmento especial de listagem da Bovespa.

4.2 Tratamento dos Dados para Cálculo do Endividamento

A amostra foi selecionada a partir da relação das 500 maiores empresas brasileiras em vendas, que figuram na Revista Exame – Maiores e Melhores, edição 2006, com valores e indicadores referentes às demonstrações contábeis das empresas do ano de 2005. Destas, foram selecionados dois grupos de empresas: as que pertencem a algum dos três níveis diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado) e as que não pertencem. Com a exclusão das empresas financeiras, chegou-se a amostra de 70 empresas, sendo 38 pertencentes a um dos três níveis diferenciados de governança corporativa e 32 não pertencentes aos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.

Como se observa na Tabela 1, na amostra de estudo do índice de endividamento de longo prazo, o grupo sem governança corporativa reduziu-se a 29, pois foram excluídos 3 casos, sendo um por falta de dados e dois por serem valores extremos. Foi desconsiderado como caso extremo a observação cujo valor extrapola em mais de três vezes a diferença existente entre os valores do 75º percentil e o 25º percentil.

A publicação do Anuário Exame analisa todas as empresas que publicaram demonstrações contábeis no Diário Oficial dos Estados até o dia 15 de maio de 2006 e as empresas limitadas que enviaram seus demonstrativos para análise e responderam aos questionários da Revista, cerca de 3000 empresas.

Tabela 1 - Estatísticas Descritivas do Índice de Endividamento de Longo Prazo dos grupos com e sem práticas de Governança Corporativa

| Governança Corporativa | N | Média Aritmética | Desvio Padrão |
|------------------------|----|------------------|---------------|
| SIM | 38 | 25,97894737 | 14,43528256 |
| NÃO | 29 | 20,65862069 | 13,66461847 |

Fonte: Os autores.

Da amostra de estudo do endividamento geral não houve nenhum caso extremo no valor do índice de endividamento geral, somente houve a exclusão de uma empresa, por falta de dados, resultando em 31 empresas não pertencentes, e 38 empresas pertencentes a algum nível diferenciado de governança corporativa (Tabela 2).

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas do Índice de Endividamento Geral dos grupos com e sem práticas de Governança Corporativa

| Governança Corporativa | N | Média Aritmética | Desvio Padrão |
|------------------------|----|------------------|---------------|
| SIM | 38 | 54,16578947 | 19,00670261 |
| NÃO | 31 | 52,32 | 24,99514987 |

Fonte: Os autores.

Os índices de endividamento (variável dependente) utilizados no estudo foram calculados por:

1) Índice de Endividamento Geral (EndGeral).

$$\text{EndGeral} = \frac{PC + PELP}{PT}$$

Onde: PC = Passivo Circulante;
 PELP = Passivo Exigível a Longo Prazo;
 PT = Passivo Total = Ativo Total

2) Índice de Endividamento de Longo Prazo (EndLP): variável que demonstra a relação entre capitais de terceiros de longo prazo e os recursos totais da empresa e identifica a estrutura de capital adotada.

$$\text{EndLP} = \frac{PELP}{PT}$$

4.3 Tratamento dos Dados para Cálculo do Custo de Capital Próprio

O cálculo do k_e , Custo de Capital Próprio, foi realizado para as empresas com disponibilidade de dados na Base Econômica para cotação das ações. Os demais dados também foram obtidos da mesma base de dados, tais como o Ibovespa, Índice da Bolsa de Valores de São Paulo, taxa SELIC, Poupança, ambos para o período de 01/01/2001 a 31/12/2006.

O cálculo do custo de capital próprio a partir do modelo CAPM foi realizado utilizando-se os seguintes critérios: cotação de fechamento do índice Ibovespa, Índice da Bolsa de Valores de São Paulo, como possível *proxy* de mercado; rendimentos mensais da Caderneta de Poupança e da taxa SELIC, sugeridas como possíveis taxas de juros livres de risco; e cotações de fechamento das ações ordinárias de cada empresa analisada;

A metodologia para a estimação de cada parâmetro do modelo CAPM foi a seguinte: beta - obtido a partir dos dados mensais de retornos do índice IBOVESPA das ações ordinárias das empresas com 95% de confiança para as estimativas, com o objetivo de verificar a dispersão dos valores encontrados; taxa livre risco - média dos valores efetivos do retorno da caderneta de poupança e da taxa SELIC para o período de 01/01/2001 a 31/12/2006; prêmio de risco - obtido a partir da diferença entre a média dos retornos anuais das *proxies* de mercado e das taxas livres de risco.

A regressão para o cálculo do *beta* trabalhou com valores mensais, para os quais foram desconsideradas empresas com períodos sem transações, e aquelas cuja regressão se mostrou não significativa a 95% de significância. A partir da estimação dos parâmetros foram obtidos os k_e através do CAPM básico, sendo consideradas as seguintes alternativas: Alternativa 1 - IBOVESPA como *proxy* de mercado e rendimento da caderneta de poupança como taxa livre de risco; Alternativa 2 - IBOVESPA como *proxy* de mercado e SELIC como taxa livre de risco.

Foi possível calcular o k_e para 55 empresas das 94 que faziam parte do IGC- Bovespa em 31/12/2007 resultando a seguinte composição: 17 empresas do N1, 15 do N2 e 23 NM; as empresas Light e Renar Marcas foram desconsideradas para Poupança como taxa livre de risco, pois apresentaram k_e negativo. Das 55 empresas, 26 constam no Anuário Exame Melhores e Maiores 2005, as quais são bases dos testes para igualdade de médias entre os NDGC.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 Endividamento de Longo Prazo

Calculou-se a significância da diferença das médias entre os grupos verificada na Tabela 1, obtendo-se os resultados reunidos na Tabela 3.

Tabela 3 - Resultados do Teste t, para diferença nas médias de Endividamento de Longo Prazo entre os grupos com e sem práticas de Governança Corporativa

| | | |
|--------------|---------------|-------------|
| Teste Levene | estatística F | 1,033887232 |
|--------------|---------------|-------------|

| | | |
|------------------------------|-----------------|--------------|
| | significância | 0,313017303 |
| Teste t | valor t | 1,529367611 |
| | significância* | 0,13102566 |
| Intervalo de confiança (95%) | limite inferior | -1,627267881 |
| | limite superior | 12,26792124 |

Nota: valor para teste bi-caudal

Fonte: Os autores.

O teste Levene para igualdade das variâncias dos grupos apresenta p-valor maior que 0,05, indicando que a assunção de homogeneidade da variância populacional não foi violada. O p-valor do teste “t” para a igualdade das médias não é significativo ao nível de 0,05 (significância em teste bicaudal = 0,131). Dessa forma, não pode ser rejeitada a hipótese nula (H_0) de inexistência de diferença entre a média dos grupos, no que se refere ao Endividamento de Longo Prazo e, portanto, à Estrutura de Capital.

5.2 Endividamento Geral

Da mesma forma, calculou-se a significância da diferença das médias entre os grupos verificada na Tabela 2, obtendo-se os resultados reunidos na Tabela 4.

Tabela 4 - Resultados do Teste t, para diferença nas médias de Endividamento Geral entre os grupos com e sem práticas de Governança Corporativa

| | | |
|------------------------------|-----------------|--------------|
| Teste Levene | estatística F | 1,365880428 |
| | significância | 0,246724972 |
| Teste t | valor t | 0,346022577 |
| | significância* | 0,730426363 |
| Intervalo de confiança (95%) | limite inferior | -8,804491273 |
| | limite superior | 12,49607022 |

Nota: valor para teste bi-caudal

Fonte: Os autores.

O teste Levene indica que a assunção de homogeneidade da variância também não foi violada para os índices de endividamento geral. O p-valor do teste “t” para a igualdade das médias também não é significativa ao nível de 0,05 (significância do teste bicaudal = 0,730). Assim, aceita-se a hipótese nula (H_0) de inexistência de diferença entre os grupos no que se refere ao endividamento geral.

5.3 Estimativa do Custo do Capital Próprio entre os NDGC

Para as 26 empresas pertencentes aos NDGC que divulgaram informações no Anuário Exame Melhores e Maiores, para as quais foi possível calcular o k_e , constatou-se não haver diferença significativa no k_e para o período de 01/01/2001 a 31/12/2006 (Tabela 5). Observa-se que o k_e calculado para as duas *proxies* de taxa livre de risco é bastante semelhante, assim, os testes para igualdade das médias foram feitos somente para a variável k_e -Selic.

Tabela 5 - Custo de Capital Próprio

| NÍVEIS | EMPRESAS | Beta | t | Sig. | k_e -Poupança | k_e -Selic |
|--------|--------------|----------|-------------|-------------|-----------------|--------------|
| N1 | CopasaMG | 0,664126 | 2,664959867 | 0,025834949 | 17,89 | 22,46 |
| N1 | Cosan | 0,549356 | 2,277468033 | 0,041869396 | 15,63 | 21,77 |
| N1 | CPFL Energia | 0,959241 | 17,30849894 | 8,65059E-16 | 23,70 | 24,25 |
| N1 | Localiza | 0,946109 | 12,39465573 | 2,99222E-10 | 23,44 | 24,17 |
| N1 | LojasRenner | 0,934721 | 10,84448896 | 4,65857E-09 | 23,22 | 24,10 |

| | | | | | | |
|----|--------------------|----------|-------------|-------------|-------|-------|
| N1 | Natura | 0,974173 | 23,63000948 | 6,05868E-21 | 23,99 | 24,34 |
| N1 | Perdigao | 0,743373 | 2,940420018 | 0,021700295 | 19,45 | 22,94 |
| N1 | Tractebel | 0,964201 | 30,42190944 | 4,36836E-42 | 23,80 | 24,28 |
| N2 | Alpargatas | 0,913092 | 11,19658682 | 3,12555E-11 | 22,79 | 23,97 |
| N2 | Aracruz | 0,923846 | 14,68147147 | 5,19827E-17 | 23,00 | 24,04 |
| N2 | ArcelorBR | 0,968385 | 30,06930513 | 6,99142E-38 | 23,88 | 24,31 |
| N2 | Braskem | 0,377305 | 2,304699484 | 0,027822575 | 12,25 | 20,72 |
| N2 | Cemig | 0,972835 | 35,15920949 | 3,22034E-46 | 23,97 | 24,34 |
| N2 | Duratex | 0,97969 | 9,771491176 | 0,000614579 | 24,10 | 24,38 |
| N2 | Gerdau | 0,970485 | 29,29659749 | 2,05438E-34 | 23,92 | 24,32 |
| N2 | GerdauMet | 0,973024 | 25,30570804 | 1,59233E-24 | 23,97 | 24,34 |
| N2 | IochoMaxion | 0,905998 | 7,098941798 | 1,9959E-05 | 22,65 | 23,93 |
| N2 | RandonPart | 0,949268 | 12,80696288 | 1,75772E-10 | 23,50 | 24,19 |
| N2 | Sadia | 0,966982 | 18,19722831 | 3,75068E-15 | 23,85 | 24,30 |
| N2 | TransmissaoPaulist | 0,946197 | 23,20901736 | 1,42393E-32 | 23,44 | 24,17 |
| N2 | Unipar | 0,547645 | 4,087488128 | 0,000210632 | 15,60 | 21,76 |
| N2 | ValeRioDoce | 0,965416 | 30,9812841 | 1,331E-42 | 23,82 | 24,29 |
| NM | Abyara | 0,976827 | 6,454491055 | 0,023172504 | 24,04 | 24,36 |
| NM | ALLAmericLatina | 0,872978 | 5,062242736 | 0,000974334 | 22,00 | 23,73 |
| NM | Celesc | 0,982144 | 18,82271166 | 8,15513E-11 | 24,15 | 24,39 |
| NM | Marcopolo | 0,980147 | 9,88698918 | 0,000587276 | 24,11 | 24,38 |

Fonte: Os autores.

O p-valor do teste “t” para a igualdade das médias não é significativo ao nível de 0,05 (significância do teste bicaudal = 0,372) entre as empresas do NM e do N2, conforme tabela 6. Desse modo, não pode ser descartada a hipótese nula (H_0) de inexistência de diferença entre as médias do custo do capital próprio das empresas do NM e N2. Média diferente de zero, mas não significativa para aceitar que as empresas que estão no NM possuem menor k_e que as do N2.

Tabela 6 - Resultados do Teste t, para igualdade das médias dos k_e entre os NDGC (NMxN2).

| Média | <i>Paired Differences</i> | 0,955 |
|------------------------------|---------------------------|--------------|
| Teste t – NMxN2 | valor t | 1,046040256 |
| | significância* | 0,372399 |
| Intervalo de confiança (95%) | limite inferior | -1,950467742 |
| | limite superior | 3,860467742 |

Nota: valor para teste bi-caudal

Fonte: Os autores.

Também entre as empresas do N2 e N1, o p-valor do teste “t” para a igualdade das médias não é significativo ao nível de 0,05 (significância do teste bicaudal = 0,677), conforme tabela 7. Assim, a hipótese nula (H_0) de inexistência de diferença entre as médias do custo de capital próprio das empresas do N2 e N1 não pode ser rejeitada. Média diferente de zero, mas não significativa para afirmar que as empresas que estão no N2 possuem menor k_e que as do N1.

Tabela 7 – Resultados do Teste t, para igualdade das médias dos k_e entre os NDGC (N2xN1).

| Média | <i>Paired Differences</i> | 0,26375 |
|------------------------------|---------------------------|--------------|
| Teste t – N2xN1 | valor t | 0,433290987 |
| | significância* | 0,677842 |
| Intervalo de confiança (95%) | limite inferior | -1,175628305 |
| | limite superior | 1,703128305 |

Nota: valor para teste bi-caudal

Fonte: Os autores.

E por último, o p-valor do teste “t” para a igualdade das médias entre as empresas do NM e do N1 também não é significativo ao nível de 0,05 (significância do teste bicaudal = 0,129), conforme tabela 8. Dessa maneira, não pode ser rejeitada a hipótese nula (H_0) de inexistência de diferença entre as médias do custo do capital próprio das empresas do NM e do N1. Média diferente de zero, mas não significativa para admitir que as empresas que estão no NM possuem menor k_e que as do N1.

Os testes das hipóteses para igualdade de média para o k_e entre os diferentes NDGC confirmam a inexistência de diferença entre os custos de capital próprio das empresas listadas nesse segmento especial da Bovespa. Assim, não se confirmou o pressuposto de que o maior grau de exigência de GC, no caso o NM, propiciaria um menor custo de capital próprio. Nem mesmo entre o N1 e N2 foi verificada essa premissa.

Tabela 8 - Resultados do Teste t, para igualdade das médias dos k_e entre os NDGC (NMxN1).

| | | |
|------------------------------|---------------------------|--------------|
| Média | <i>Paired Differences</i> | 1,0525 |
| Teste t – NMxN1 | valor t | 2,076042217 |
| | significância* | 0,129491 |
| Intervalo de confiança (95%) | limite inferior | -0,560918412 |
| | limite superior | 2,665918412 |

Nota: valor para teste bi-caudal

Fonte: Os autores.

Os resultados dos testes das hipóteses para estrutura de capital são contrários aos encontrados por Cicogna, Valle e Toneto Júnior (2005) (apontam que níveis superiores de governança ampliam o endividamento das empresas) e Perobelli *et al.* (2005) (inferem influência da qualidade da governança corporativa na estrutura de capital das empresas). A refutação da hipótese de haver k_e diferente entre os NDGC corroboram com os resultados anteriores.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo, de metodologia descritivo-quantitativa, buscou alcançar dois objetivos. O primeiro foi investigar a existência de diferenças, estatisticamente significativas, na média das estruturas de capital de empresas pertencentes aos níveis diferenciados de Governança Corporativa e as que não pertencem a esse segmento especial da Bovespa. O segundo foi verificar se entre as empresas dos NDGC há diferenças, estatisticamente significativas, entre seus custos de capital próprio.

Para atingir o primeiro objetivo foram selecionadas as 500 maiores empresas em vendas da edição 2006 (dados de 2005) do Anuário Exame Melhores e Maiores. Com base nos cálculos estatísticos efetuados para o Endividamento Geral e de Longo Prazo, não foi possível afirmar que existem, na média, diferenças estatisticamente significativas entre as empresas que fazem parte dos NDGC e aquelas que não adotam práticas diferenciadas de Governança Corporativa. Assim, a hipótese nula de igualdade das médias não pode ser rejeitada, indicando que, na amostra estudada, não é possível estabelecer uma relação entre a estrutura de capital adotada pelas empresas e a prática ou não de Governança Corporativa.

Para alcançar o segundo objetivo, com base na mesma amostra, foram selecionadas as empresas pertencentes aos NDGC da Bovespa para cálculo do k_e . Com base nos cálculos estatísticos efetuados, não foi possível afirmar que existem, na média, diferenças estatisticamente significativas no custo do capital próprio entre as empresas que fazem parte dos NDGC, formados pelo Novo Mercado, N1GC e N2GC da Bovespa. Portanto, a hipótese

nula de redução gradativa do custo de capital próprio, na medida em que aumenta o nível de Governança Corporativa entre as empresas desse segmento especial de listagem da Bovespa, não pode ser rejeitada.

Assim, as práticas diferenciadas de Governança Corporativa entre as empresas listadas nesse segmento especial, que, potencialmente, têm sido apontadas como capazes de diminuir o custo de capital entre elas, em função de oferecer maior transparência e proteção aos investidores, não foi detectado neste trabalho, com base na amostra estudada. Há que se considerar que a introdução dos níveis diferenciados de governança corporativa na Bovespa é relativamente recente e os potenciais benefícios para as empresas que os adotam podem estar, ainda, em desenvolvimento.

REFERÊNCIAS

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

BREALEY, Richard A. e MYERS, Stewart C. **Princípios de Finanças Empresariais**. 5 ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1997.

CICOGNA, Maria Paula Vieira; VALLE, Maurício Ribeiro do; TONETO JR., Rudinei. O impacto da adesão a padrões mais elevados de Governança sobre o financiamento empresarial. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29., 2005, Brasília/DF. **Anais eletrônicos...** Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

COASE, R. *The nature of the firm*, 1937. In: Coase, R. *The firm, the market, and the law*. The University of Chicago Press, 1988.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**: manual do usuário. Tradução Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DURAND, David. *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment: comment*. In: *Communications. The American Economic Review*, 1952.

FERREIRA, Luciano de Souza; BRASIL, Haroldo Guimarães. Estrutura de Capital: um teste preliminar da “*Pecking Order Hypothesis*”. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 21., 1997, Rio das Pedras/RJ. **Anais eletrônicos...** Rio das Pedras/RJ: ANPAD, 1997. CD-ROM.

HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. *The theory of capital structure*. *The Journal of Finance*. v. XLVI, n. 1, March/1991.

JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, v. 3, p. 305-60, Oct./1976.

LEMES JR, Antônio B.; RIGO, Miessa R.; CHEROBIM, Ana P. M. S – **Administração Financeira - Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras**, 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

MARTINS, Vinícius Aversari *et al.* Governança Corporativa e Liquidez das Ações. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais eletrônicos...** Salvador: ANPAD, 2006. CD-ROM.

MEDEIROS, Otavio Ribeiro de; DAHER, Cecílio Elias. Testes empíricos da *Pecking Order Theory* na estrutura de capital das empresas brasileiras. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 28., 2004, Curitiba/PR. **Anais eletrônicos...** Curitiba/PR: ANPAD, 2004. CD-ROM.

MILLER, Merton H. *The MM propositions 40 years later*. ***European Financial Management***, v. 4, n. 2, 1998. p. 113-120.

MODIGLIANI, Franco e MILLER, Merton H. *The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment*. ***American Economic Review***, v. 48, 1958.

MORAES, Eduardo Glasenapp; RHODEN, Marsa Ignez dos Santos. Determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na bovespa. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 29., 2005, Brasília/DF. **Anais eletrônicos...** Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

MYERS, S. MAJLUF, N. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. ***Jornal of Financial Economics***, v. 13, n. 2, 1984. p.187-221.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro *et al.* Investigação dos fatores determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um enfoque abordando a questão da endogeneidade. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 29., 2005, Brasília/DF. **Anais eletrônicos...** Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTANA, José Ricardo de, TUROLLA, Frederico. Escolha da estrutura de capital: aplicação ao caso do setor petroquímico brasileiro no período 1991-2000. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 26., 2002, Salvador/BA. **Anais eletrônicos...** Salvador/BA: ANPAD, 2002. CD-ROM.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo, 2002. 152p. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo, 2004. 250p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SOARES, Rodrigo Oliveira; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. O *Pecking Order* em empresas com controle acionário definido: um estudo no ambiente brasileiro. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD*, 29., 2005, Brasília/DF. **Anais eletrônicos...** Brasília/DF: ANPAD, 2005. CD-ROM.

ZINGALES, Luigi. *Corporate Governance*. *In: Newman, Peter (editor). The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. New York, NY: Macmillan, 1998.