

IMPACTOS DA ADESÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

IMPACTS OF ACCESSION DIFFERENTIATED LEVELS OF CORPORATE GOVERNANCE ON CAPITAL STRUCTURE OF BRAZILIAN COMPANIES

Data de submissão: 04/11/2013

Aceite: 01/06/2015

Luis Renato Junqueira¹

Carlos Henrique Soares²

Aureliano Angel Bressan³

Luiz Alberto Bertucci⁴

RESUMO

A Hipótese da Substituição pressupõe que tanto o endividamento quanto a Governança Corporativa podem reduzir os conflitos de agência, permitindo que o gestor escolha uma dessas opções. Nesta perspectiva, o objetivo desta pesquisa foi verificar se a adesão às práticas de Governança Corporativa reduz a alavancagem das empresas brasileiras. Além disso, foram analisadas outras variáveis como rentabilidade, tamanho e depreciação, cuja influência sobre o processo decisório acerca da alavancagem das organizações já foi testada em diversas pesquisas. O método estatístico empregado, após a realização dos testes necessários, foi o Mínimo Quadrado Generalizado (MQG). No que se refere às variáveis de Governança Corporativa, os resultados dos níveis 1 e 2 não foram estatisticamente significativos. Já o Novo Mercado apontou uma relação inversa com o endividamento, confirmando a hipótese apresentada neste trabalho, sendo que seu coeficiente foi estatisticamente significativo. Com respeito à Rentabilidade, o resultado alcançado também foi coerente com a proposição apresentada de que, quanto maior a lucratividade de uma empresa, menor será seu endividamento. O coeficiente da variável Depreciação contrariou a hipótese inicial, indicando uma relação direta entre ela e a alavancagem. Apesar da incoerência, tal resultado possui respaldo em outros trabalhos já publicados. O fator Tamanho não se revelou estatisticamente significativo e, portanto, não foi feita nenhuma inferência mais aprofundada a respeito do mesmo.

Palavras-chave: Estrutura de Capital. Alavancagem. Teoria de Agência. Governança Corporativa.

1 Possui graduação e mestrado em Administração pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais e doutorado em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. Minas Gerais. Brasil. E-mail: luisrj@yahoo.com.br

2 Possui graduação em Administração pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Belo Horizonte. Minas Gerais. Brasil. E-mail: chsoaresbh@yahoo.com.br

3 Possui graduação em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro e doutorado em Economia Aplicada pela Universidade Federal de Viçosa. Professor associado da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. Minas Gerais. Brasil. E-mail: bressan@face.ufmg.br

4 Possui graduação em Ciências Econômicas pela Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, mestrado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas e doutorado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas. Atualmente é professor adjunto da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. Minas Gerais. Brasil. E-mail: bertucci@face.ufmg.br

ABSTRACT

The Substitution Hypothesis assumes that both debt as Corporate Governance can reduce agency conflicts, allowing the manager to choose one of these options. In this sense, the aim of this research was to verify if the adherence to the Corporate Governance practices reduces the leverage of the Brazilian companies. In addition, we analyzed other variables such as profitability, size, and depreciation, whose influence on decision-making process about the leverage of the organizations has been tested in several studies. The statistical method employed, after the tests required, was the Generalized Least Square (GLS). Regarding to the variables of the Corporate Governance, the results of levels 1 and 2 were not statistically significant. Already the New Market indicated a inverse relations with the debt, confirming the hypothesis presented in this paper, and its coefficient was statistically significant. Concerning the profitability, the result achieved was also consistent with the proposition presented, in which, the higher the profitability of a company, the lower will be its indebtedness. The coefficient of the variable Depreciation contradicted the initial hypothesis, indicating a direct relationship between it and leverage. Despite the inconsistency, such a result has support in other studies published. The size factor did not reveal statistically significant and, therefore, there has been no further inference about the same.

Keywords: Capital Structure. Leverage. Agency Theory. Corporate Governance.

1 INTRODUÇÃO

A definição da estrutura de capital de uma organização não é realizada ao acaso, ou pelo menos, não deveria ser. Muitos estudos apontam que a alavancagem pode ser estrategicamente utilizada, ao gerar consequência para a companhia, principalmente relacionada ao seu valor de mercado, ao risco de falência e à emissão de sinais ao mercado. Além disso, ela também pode ser influenciada pelo conflito de agência existente na organização.

Este conflito, segundo Jensen e Meckling (1976), provém da separação entre a propriedade e a gestão das corporações, especialmente as grandes e que são negociadas no mercado de ações. Cada um dos agentes possui seus próprios interesses, sendo que nem sempre os dos gestores convergem com os dos proprietários. O problema é que estes últimos investem seu capital na confiança de que os executivos tomarão decisões que maximizem o valor da empresa.

Quando o investidor desconfia que seus interesses não estejam defendidos pelo gestor, em outras palavras, o conflito de agência se agrava, ocorre a desvalorização da empresa, elevando o custo do capital próprio, tornando-o menos atrativo.

Se o agente também for um dos acionistas, tal desvalorização afetará diretamente sua riqueza, portanto, pode ser lucrativo para ele tentar demonstrar ao mercado de que suas decisões não são tomadas apenas considerando seus próprios interesses.

Um mecanismo que tenta mostrar ao mercado financeiro de que o gestor de uma empresa está disposto a buscar os interesses de todos os acionistas, sem privilégios, é a Governança Corporativa, que se trata de procedimentos e normas de conduta que têm por objetivo proteger os investidores que não controlam a companhia, estabelecidas por instituições reguladoras, que o gestor se compromete a seguir (ANDRADE e ROSSETTI, 2006). Teoricamente, as decisões seriam convergidas, diminuindo o conflito de agência, fazendo com que os investidores valorizem mais tais empresas.

No Brasil, os procedimentos de Governança Corporativa, mais aceitos pelo mercado, foram estabelecidos pela Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), sendo a sua adesão facultativa, portanto, pode ser considerada como uma estratégia a ser utilizada.

A vantagem para o gestor neste caso é permitir que a corporação fosse fiscalizada por um órgão independente dando transparência ao processo. Teoricamente, isto reduziria o custo do capital próprio, o que permitiria à empresa diminuir seu endividamento, sem que isso repre-

sente em aumento significativo no custo médio ponderado de capital. Isto significa que seria possível à organização reduzir seu risco sem diminuir sua rentabilidade.

Jiraporn, Kim, Kim e Kitsabunnarat (2012) mencionam a Hipótese da Substituição, que consiste no pressuposto de que tanto o endividamento quanto as práticas de Governança Corporativa podem reduzir os conflitos de agência, portanto empresas que adotam estas últimas podem reduzir sua alavancagem.

Outra pesquisa que analisou a relação entre Governança Corporativa e estrutura de capital foi a de Arping e Sautner (2010), cuja amostra foi composta por empresas holandesas e os resultados apresentaram uma relação negativa entre estes dois fatores, confirmando a Hipótese de Substituição.

Diante do exposto, o objetivo deste trabalho é verificar se as empresas que aderiram aos níveis de Governança Corporativa estabelecidos pela Bolsa de Valores de São Paulo apresentam um menor volume de endividamento em sua estrutura de capital, o que confirmaria a Hipótese da Substituição para as empresas brasileiras.

A metodologia utilizada foi a regressão múltipla para dados em painel, cuja amostra foi composta por 44 empresas que compunham o Índice Bovespa em setembro de 2008. Este momento representa o divisor de tempo da pesquisa por ter sido logo após o ápice da crise financeira dos *Subprimes*, tendo sido considerados 4 anos antes e 4 anos depois deste ponto.

2 ESTRUTURA DE CAPITAL

O tema Estrutura de Capital ganhou importância na área de Finanças Corporativas com a publicação do artigo de Modigliani e Miller (MM) (1958) no qual eles argumentam que, certas condições como a forma que a companhia financia suas atividades não exerce influência sobre seu valor de mercado.

A irrelevância da estrutura de capital indicada por MM impulsionou inúmeros estudos a respeito do assunto, pois os pesquisadores tentaram comprovar que se alguns pressupostos fossem relaxados, determinaria que a hipótese acima não se confirmasse.

Os próprios Modigliani e Miller (1963), eles fizeram uma correção cinco anos depois incluindo na análise a dedutibilidade tributária dos juros provenientes de captação de empréstimos, o que elevaria o fluxo de caixa da empresa, aumentando seu valor de mercado. Entretanto, num caso extremo, as organizações deveriam ser financiadas totalmente por capital de terceiros, o que não é plausível.

Diante disso, Jensen e Meckling (1976) acrescentam que o aumento da alavancagem eleva o risco de falência da companhia, gerando custos diretos e indiretos relacionados a este processo. Então, haveria a possibilidade de se conseguir encontrar uma estrutura ótima de capital, na qual a corporação otimiza a relação entre os benefícios fiscais e os custos de falência.

Miller (1977) indica que mesmo com a dedutibilidade tributária dos juros, a irrelevância da estrutura de financiamento sobre o valor de mercado permanece, pois existem diferenças entre alíquotas de impostos que recaem sobre os investidores pessoais. Esta conclusão pode fazer com que se pense que a forma de financiamento de uma corporação não precisa ser objeto de preocupação dos gestores, mas Miller (1977) menciona que isso não é verdade, pois a irrelevância ocorre sob algumas circunstâncias, sendo que em outras, isso pode não acontecer.

Os estudos foram se multiplicando e houve uma evolução nas análises, sendo que outros aspectos foram sendo incorporados. De Angelo e Masulis (1980) avaliaram a possibilidade de dedução fiscal de contas contábeis, como a depreciação e amortização, que não representam desembolsos de caixa e, conseqüentemente, limitam os benefícios gerados pelos juros. Tal hipótese foi comprovada neste estudo.

Outro fator considerado por Leland e Pyle (1977) e Myers e Majluf (1984) foi a posse assimétrica de informações, sendo que devido a ela, a estrutura de capital de uma empresa afetaria seu valor de mercado mesmo se houver ausência de impostos. Isto acontece pelo fato de que os gestores internos possuem mais informações e de melhor qualidade do que os investidores externos. Com isso, estes últimos tentam interpretar as decisões tomadas pelos primeiros, o que reflete nos preços que os investidores estão dispostos a pagar.

Se o gestor agir em função dos interesses dos acionistas atuais, a emissão de novas ações tende a indicar que as mesmas estão supervalorizadas. Os investidores interpretando dessa forma reagem negativamente a este tipo de decisão. Já a emissão de títulos de dívida pode gerar sinais positivos ao mercado, pois indica que o gestor confia na capacidade futura da empresa em quitar seus compromissos financeiros.

O dinamismo do ambiente foi relacionado à estrutura de capital no estudo de Simerly e Li (2000), cuja conclusão é de que se a empresa atuar num mercado dinâmico e volátil, a tendência é de que ela contrate menos dívida, pois a instabilidade pode gerar problemas para arcar com os compromissos fixos assumidos junto aos credores. Já em ambientes mais estáveis, a corporação consegue estimar seus fluxos de caixa futuros com mais precisão o que permite que seja aumentada a alavancagem da mesma, sem elevar excessivamente os custos de falência.

3 TEORIA DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Relação de agência ocorre quando uma ou mais pessoas, denominadas principal, delegam a outra(s), o(s) agente(s), processos de tomada de decisão. Estas deveriam agir em prol dos interesses daqueles, mas cada indivíduo possui seus próprios interesses, que nem sempre são convergentes. Tal situação pode gerar um conflito de agência, em que o agente toma decisões pensando mais em seus interesses do que nos dos acionistas.

Jensen e Meckling (1976) analisaram tal relação e identificaram três tipos de conflitos de agência: entre gestores e acionistas, entre credores e acionistas e entre acionistas majoritários e minoritários.

Tais conflitos geram os chamados custos de agência, por meio de mecanismos de monitoramento empregados pelos acionistas e/ou credores ou por concessões de garantias processuais oferecidas pelos gestores ou por não otimização do valor da empresa ocasionada por decisões que atendam a interesses individuais.

As divergências de preferências entre os diversos atores podem ser referentes a tipos e volume de investimentos, liquidez, controle acionário ou formas de diversificação. Cada agente, que atua no mercado, manifesta suas preferências valorizando de forma distinta direcionadores de valor. Portanto, a maximização do valor da empresa depende da ótica do agente e do direcionador considerado, sendo então que o conflito é praticamente inevitável (ALMEIDA, 2002).

Os gestores controlam o dinheiro da empresa, mas não a financiam, a não ser se forem também acionistas, sendo que neste último caso, o seu comprometimento financeiro não será de 100%. Em outras palavras, eles podem usar um capital que não foi aplicado por eles, sendo que isso pode significar benefícios não pecuniários, como viagens, salas e carros de luxo, mordomias ou ainda projetos de investimento com motivação pessoal e não financeira.

Percebendo isso, os acionistas possuem duas opções: desvalorizar sobremaneira as ações da empresa ou criar mecanismos que impeçam tais atitudes. Uma forma de se fazer isso, apontada por Hart e Moore (1995) e também Titman e Wessels (1988), é elevando sensivelmente a alavancagem da companhia, pois as obrigações assumidas junto a credores reduzirão a folga financeira, limitando a ação do gestor.

Entretanto, Harris e Raviv (1990) apontam tal estratégia como arriscada, pois ao mesmo tempo em que a limitação financeira evita que gastos desnecessários sejam realizados, também pode impossibilitar a concretização de investimentos com Valor Presente Líquido – VPL positivo.

Outro mecanismo criado com o intuito de reduzir os conflitos e custos de agência, e que está se desenvolvendo e sendo bem aceito no mercado é a Governança Corporativa. Tal prática, que no Brasil é voluntária, representa a adoção de mecanismos com os quais os gestores se comprometem a agir conforme os interesses dos acionistas (SILVA e LEAL, 2007).

A Governança Corporativa, segundo Brandão e Bernardes (2005), tem como base quatro pilares: a) *compliance* (conformidade legal); b) *accountability* (prestação responsável de contas); c) *disclosure* (transparência); d) *feirness* (equidade). Em outras palavras, respeita a lei, evita fraudes contábeis, reduz a assimetria de informação e trata todos os atores (acionistas e credores) de forma igualitária, respeitando a participação, os direitos e deveres de cada um.

Arruda, Madruga e Freitas Junior (2008) associam os conceitos de Governança Corporativa, Teoria de Agência e Controladoria. Os autores entendem que a Governança Corporativa engloba a Teoria de Agência, ao tentar convergir ações dos gestores aos interesses dos acionistas e também abrange a Controladoria ao se referir ao controle e monitoramento dos administradores. Os autores completam ainda que nessa perspectiva, o conflito de agência pode ser diminuído com a adoção das práticas de Governança Corporativa.

A Bovespa resolveu investir na idéia, buscando consolidar a Governança Corporativa no país. Para tanto, criou três níveis (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), dependendo do comprometimento da empresa com as regras estabelecidas. A adesão a qualquer nível é voluntária, sendo que a proposta é de que os níveis iniciais sirvam como forma de adaptação das companhias para se chegar ao Novo Mercado.

Silva, Nardi e Pimenta Junior (2012) avaliaram se empresas brasileiras, ao aderirem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, apresentaram mudanças no retorno e no comportamento de risco medido pela cotação de suas ações. Com relação ao retorno das ações não foi encontrada nenhuma diferença estatisticamente significativa, entretanto a adesão aos níveis de Governança Corporativa fez com que as cotações das empresas tivessem um menor comportamento de risco.

Outro estudo realizado por Milani, Righi, Ceretta e Dias (2012) procurou avaliar se os índices que mensuram as práticas diferenciadas na Bolsa de Valores de São Paulo apresentaram um desempenho melhor, no que se refere ao retorno e ao risco, do que o Índice Bovespa – Ibovespa – que representa o desempenho geral da Bovespa. Os índices diferenciados analisados foram: Índice Carbono Eficiente (ICO-2), Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada Trade (IGCT) e Índice de Ações com Tag Along Diferenciado (ITAG). Todos os índices diferenciados apresentaram desempenhos melhores do que o Ibovespa, sendo que os autores concluíram que o melhor indicador foi o IGC, justamente o que engloba empresas que aderiram às práticas de Governança Corporativa. Tal resultado confirma a importância da Governança Corporativa para o mercado de capitais.

Existem ainda outras pesquisas relacionando a adesão aos níveis de Governança Corporativa à estrutura de capital da organização foram realizadas. Cicogna, Valle e Toneto Junior (2005) indicaram que a maioria dos estudos conclui que a demanda e o valor das ações das companhias aumentam e seu custo de capital reduz com a adoção das práticas de Governança Corporativa. Silva Junior, Junqueira e Bertucci (2009) concluíram que as empresas brasileiras do setor elétrico que faziam parte de qualquer um dos níveis de Governança Corporativa apresentaram menores índices de endividamento que as demais.

4 OUTROS FATORES INFLUENCIADORES DA ESTRUTURA DE CAPITAL

Muitos trabalhos sobre Estrutura de Capital tiveram como foco procurar quais fatores são determinantes no processo de escolha sobre a forma de financiamento das companhias. Titman e Wessels (1988) analisaram oito possíveis fatores: valor dos ativos que servem como garantia, benefícios fiscais por meio de depreciações, amortizações ou exaustões, oportunidades de crescimento, especialização do setor, classificação do setor, tamanho da organização, volatilidade dos retornos, rentabilidade dos negócios.

Somente duas variáveis se apresentaram estatisticamente significativas, especialização do setor e tamanho da organização. Entretanto, os autores não descartaram totalmente as demais, pois a fundamentação teórica utilizada é bastante consistente. Eles sugerem que sejam realizados outros estudos com alterações no processo metodológico.

No Brasil, Perobelli e Famá (2002) também fizeram um estudo baseado nos mesmos fatores propostos por Titman e Wessels (1988), mas foram feitas duas análises distintas, uma com dívida de longo prazo e outra com dívida de curto prazo. Os resultados referentes à dívida de longo prazo não indicaram significância estatística para nenhuma variável avaliada. Já com relação à dívida de curto prazo, três fatores apresentaram relação inversa com a alavancagem e foram estatisticamente significativas: tamanho, oportunidade de crescimento e rentabilidade dos negócios.

Diante das sugestões apresentadas acima, foram incluídas outras variáveis no modelo para isolar o efeito destas sobre o endividamento, possibilitando a avaliação do impacto dos níveis de Governança Corporativa sobre a alavancagem sem a interferência destes fatores.

Não há consenso a respeito da existência da melhor estrutura de capital para uma empresa específica, sendo que vários aspectos podem ser analisados e várias conclusões podem ser alcançadas dependendo da amostra, metodologia e variáveis consideradas. Este trabalho pretende contribuir com a teoria de finanças corporativas trazendo novos resultados e também novos questionamentos.

5 METODOLOGIA

O objetivo geral desta pesquisa quantitativa é avaliar os impactos sobre o endividamento das empresas brasileiras gerados pela redução do conflito de agência, representado pela adesão voluntária às práticas de Governança Corporativa.

O procedimento metodológico adotado foi estatística regressão múltipla com dados em painel, uma vez que tal procedimento permite analisar o comportamento de vários indivíduos, neste caso empresas, durante vários períodos (GUJARATI, 2000).

Optou-se por utilizar dados referentes a 8 anos, de 2004 a 2011, sendo que os 4 primeiros anos (2004 a 2007) representam um período de euforia com forte valorização das ações, já os 4 últimos anos (2008 a 2011) buscam capturar um período de maior tensão em que a maioria das ações sofreu significativa redução em seus valores de mercado.

5.1 Amostra

A amostra considerou as empresas que compunham o Índice Bovespa em setembro de 2008, período logo após o ponto crítico da crise financeira dos *Subprimes*, considerado como o divisor de tempo da pesquisa, que abrangeu 4 anos antes e 4 anos depois desse momento. Fo-

ram excluídas as empresas que tinham alguma restrição na divulgação dos dados e também as do setor financeiro, pois o endividamento deste tipo de empresa apresenta idiosincrasias, por exemplo, ele tende a ser muito disperso contando com milhares de correntistas e é bastante regulado pelo Banco Central, limitando as ações dos gestores de tais companhias. Então, após tais expurgos, sobraram 44 companhias, as quais estão listadas a seguir.

Quadro 1: Empresas pertencentes à amostra deste estudo

EMPRESAS (em ordem alfabética)			
ALL Am. Latina	Comgás	JBS	Sabesp
Ambev	Copel	Klabin	Siderúrgica Nacional
Aracruz / Fibria	CPFL	Light	Souza Cruz
Bradespar	Cyrela	Lojas Americanas	TAM
Brasil Telecom	Duratex	Lojas Renner	Telefônica Vivo
Braskem	Eletróbrás	Natura	Telemar
BRF Food	Eletropaulo	Net	TIM
CCR Rodovias	Embraer	Pão de Açúcar	Tran. Paulista
Celesc	Gafisa	Petrobrás	Ultrapar
Cemig	Gerdau	Redecar	Usiminas
Cesp	Gol	Rossi	Vale

Fonte: elaborado pelos autores

5.2 Variável dependente: Endividamento

Existem várias formas de se mensurar o endividamento de uma corporação. Neste estudo, optou-se por seguir a sugestão apresentada por Lang, Ofek e Stulz (1996) e Silveira, Barros e Famá (2003), em que o endividamento total (curto + longo prazos) é dividido pelo ativo total da organização.

$$ENDIV_{i,t} = \frac{\text{Dívida d Curto Prazo}_{i,t} + \text{Dívida d Longo Prazo}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \quad (1)$$

5.3 Variáveis independentes

a) Nível 1

Trata-se de uma variável *dummy* ou binária, em que foi atribuído o valor de 1 para as empresas que pertencem ao Nível 1 de Governança Corporativa e 0 para as demais.

b) Nível 2

Trata-se de outra variável *dummy* ou binária, em que foi atribuído o valor de 1 para as empresas que pertencem ao Nível 2 de Governança Corporativa e 0 para as demais.

c) Novo Mercado

Trata-se da última variável *dummy* ou binária, em que foi atribuído o valor de 1 para as empresas que pertencem ao Novo Mercado de Governança Corporativa e 0 para as demais.

É importante ressaltar que para as três variáveis *dummy* acima levou-se em consideração a data em que a companhia aderiu ao referido nível. Por exemplo, se uma empresa aderiu ao Nível 1 em meados de 2007 e depois passou para o Novo Mercado em 2010, foi atribuído 0 em todos os níveis nos anos de 2004 a 2006, entre 2007 e 2009 o Nível 1 passou a ter o valor 1 e nos dois últimos anos o Nível 1 voltou a ser zero e foi atribuído o valor 1 para o Novo Mercado.

d) Rentabilidade

O estudo da assimetria de informação, realizado por Myers (1984), gerou a teoria da *pecking order* que ordena a preferência das fontes de financiamento das empresas, considerando o menor impacto devido à emissão de sinais ao mercado. Por esta teoria, corporações mais lucrativas apresentam menores volumes de endividamento em virtude da menor sinalização apresentada pela retenção de lucros de exercícios anteriores. Essa variável é mensurada, conforme Goyal, Lehn e Racic (2002) e Simerly e Li (2000), por meio do Retorno sobre o Ativo – ROA. Para captar as diferenças entre os níveis de Governança Corporativa, este fator foi dividido da seguinte maneira:

$$RENT_N1_{i,t} = \frac{\text{Lucro Líquido}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \Rightarrow \text{para empresas do Nível 1;} \quad (2)$$

$$RENT_N2_{i,t} = \frac{\text{Lucro Líquido}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \Rightarrow \text{para empresas do Nível 2;} \quad (3)$$

$$RENT_NM_{i,t} = \frac{\text{Lucro Líquido}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \Rightarrow \text{para empresas do Novo Mercado.} \quad (4)$$

e) Tamanho

Muitas pesquisas argumentam que o tamanho da organização interfere na escolha da estrutura de capital, o que justifica a inserção de tal fator no modelo. Teoricamente, as maiores corporações apresentam maior facilidade para obter financiamento com capital de terceiros, uma vez que dispõem de um patrimônio mais elevado, que poderá ser utilizado como garantia.

Para sua mensuração, utilizou-se a *proxy* apresentada por autores como Goyal, Lehn e Racic (2002) e Perobelli e Famá (2002), que é o logaritmo natural do valor do Ativo Total. Assim como na variável anterior, este fator também foi dividido de acordo com o nível de Governança Corporativa:

$$TAM_N1_{i,t} = LN(\text{Ativo Total}_{i,t}) \Rightarrow \text{para empresas no Nível 1;} \quad (5)$$

$$TAM_N2_{i,t} = LN(\text{Ativo Total}_{i,t}) \Rightarrow \text{para empresas no Nível 2;} \quad (6)$$

$$TAM_NM_{i,t} = LN(\text{Ativo Total}_{i,t}) \Rightarrow \text{para empresas no Novo Mercado.} \quad (7)$$

f) Depreciação

Modigliani e Miller (1963) corrigiram a sua própria teoria de irrelevância da estrutura de capital sobre o valor de mercado da empresa acrescentando os benefícios tributários gerados pelos juros de endividamento, o que elevaria o valor das ações das companhias.

Entretanto, De Angelo e Masulis (1980) afirmaram que a existência de proteção tributária por meio de contas sem relação com as dívidas e que não representam desembolso diminuiria o benefício da captação de recursos de terceiros, portanto, quanto maior for a depreciação menor tende a ser o endividamento.

A depreciação foi relativizada pelo ativo total da empresa e dividida pelos níveis de Governança Corporativa:

$$DEPREC_N1_{i,t} = \frac{\text{Depreciação}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \Rightarrow \text{para empresas no Nível 1;} \quad (8)$$

$$DEPREC_N2_{i,t} = \frac{\text{Depreciação}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \Rightarrow \text{para empresas no Nível 2;} \quad (9)$$

$$DEPREC_NM_{i,t} = \frac{\text{Depreciação}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}} \Rightarrow \text{para empresas no Novo Mercado.} \quad (10)$$

5.4 Modelos Analisados

Greene (2000) e Johnston e DiNardo (1997) apontam a existência de três tipos de modelos referentes aos dados em painel, a saber: o de estimador comum (ou *pooled*), o de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. Portanto, foram avaliados estes três modelos distintos, em diferentes especificações que considerem eventuais correções para heterocedasticidade e autocorrelação.

Ainda foram testadas duas especificações, uma restrita – que considera os efeitos dos níveis de Governança somente sobre o nível médio de endividamento – e outra irrestrita, na qual tais efeitos são também decompostos por nível de Governança para cada uma das variáveis de controle, de modo a avaliar se a resposta é distinta por segmento. O modelo restrito foi estimado da seguinte forma:

$$ENDIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NI_{i,t} + \beta_2 N2_{i,t} + \beta_3 NM_{i,t} + \beta_4 Rent_{i,t} + \beta_5 Tam_{i,t} + \beta_6 Deprec_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

Já o modelo irrestrito, o qual inclui *dummies* de intercepto e inclinação, foi estimado assim:

$$ENDIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NI_{i,t} + \beta_2 N2_{i,t} + \beta_3 NM_{i,t} + \beta_4 Rent_N1_{i,t} + \beta_5 Rent_N2_{i,t} + \beta_6 Rent_NM_{i,t} + \beta_7 Tam_N1_{i,t} + \beta_8 Tam_N2_{i,t} + \beta_9 Tam_NM_{i,t} + \beta_{10} Denrec_N1_{i,t} + \beta_{11} Denrec_N2_{i,t} + \beta_{12} Denrec_NM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (12)$$

Em que: $ENDIV_{i,t}$ = endividamento da empresa *i* no período *t* (variável dependente);
 β_0 = intercepto;

β_j = coeficientes das variáveis independentes;

$N1_{i,t}$ = *dummy* de intercepto para as empresas pertencentes ao Nível 1 de Governança no período t ;

$N2_{i,t}$ = *dummy* de intercepto para as empresas pertencentes ao Nível 2 de Governança no período t ;

$NM_{i,t}$ = *dummy* de intercepto para as empresas pertencentes ao Novo Mercado de Governança no período t ;

$Rent_{i,t}$ = rentabilidade da empresa i no período t , controlada por *dummies* de nível de Governança (N1, N2 e NM) no modelo irrestrito;

$Tam_{i,t}$ = tamanho da empresa i no período t , controlada por *dummies* de nível de Governança (N1, N2 e NM) no modelo irrestrito;

$Deprec_{i,t}$ = depreciação da empresa i no período t , controlada por *dummies* de nível de Governança (N1, N2 e NM) no modelo irrestrito

Tais especificações foram estimadas por MQO (Estimador de Efeitos Comuns), Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios.

5.5 Procedimentos de Estimação e Escolha dos Modelos

5.5.1 Teste de Colinearidade Perfeita e Multicolinearidade

Foi elaborada a matriz de correlação, bem como o Fator de Inflação de Variância entre as variáveis independentes para avaliar a existência de Colinearidade Perfeita ou Multicolinearidade, o que, de acordo com Wooldridge (2003), poderia elevar a variância dos coeficientes estimados, diminuindo sua precisão.

Caso seja detectado algum destes problemas, uma nova especificação do modelo faz-se necessária.

5.5.2 Testes para a escolha entre os modelos

Para escolher qual modelo é o mais adequado, primeiramente foi realizado um teste F , sugerido por Johnston e DiNardo (1997), para comparar o Modelo de Estimador Comum com o Modelo de Efeitos Fixos.

Em seguida, testou-se o Modelo de Efeitos Aleatórios, por meio do *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test*, cujo propósito é avaliar se $Var(u_i) = 0$ o que sugeriria que este modelo seria mais adequado do que o de Estimador Comum (BREUSCH; PAGAN, 1980).

Por fim, foi comparada, por meio do Teste de Hausman, a consistência dos estimadores dos Modelos de Efeitos Fixos com o de Efeitos Aleatórios.

5.5.3 Teste de Heterocedasticidade e Autocorrelação

Foram realizados testes para verificar se o modelo escolhido apresenta problemas de heterocedasticidade – Teste de Wald – e de autocorrelação – Teste de Wooldridge – de modo a permitir a realização de inferências consistentes a partir da melhor especificação dentre as consideradas neste trabalho.

5.5.4 Teste de Estacionariedade

Foi testada ainda a estacionariedade das variáveis inseridas no modelo, utilizando o Teste de Levin, Lin e Chu (2002). Tendo em vista que o painel é curto ($T=8$), o teste não apresenta evidências de não-estacionariedade para as variáveis em estudo, i.e., a hipótese nula foi rejeitada em todas as variáveis.

5.5.5 Teste *t* para a validação das variáveis

Para analisar a validade das variáveis do modelo, foi utilizado o Teste *t*, que, conforme Gujarati (2000) testa cada fator independente individualmente, sendo que o limite de significância estabelecido foi de 10%.

6 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O propósito deste artigo é avaliar se empresas com menor probabilidade de conflito de agência, percebida por meio da adesão de Governança Corporativa, geram mais confiança aos investidores reduzindo o custo de seu capital próprio e, conseqüentemente, possuem menor endividamento em sua estrutura de capital.

A análise foi feita com base em dados em painel, considerando 44 companhias brasileiras de capital aberto referentes a 8 anos entre 2004 e 2011.

Inicialmente é possível perceber que não há muita heterogeneidade entre as empresas pertencentes à amostra, conforme a estatística descritiva dos fatores utilizados no modelo, exceto as variáveis *dummy*, cujos resultados estão a seguir. Além disso, não há indícios de *outliers* que podem influenciar nos resultados.

Tabela 1 – Estatística Descritiva das Variáveis do Modelo com dados de 2004 a 2011

	ENDIV	TAM	RENT	DEPREC
Média	0,268703	16,25153	0,067626	0,039644
Mediana	0,255501	16,31750	0,057598	0,032196
Máximo	0,777415	20,21102	0,388995	0,173494
Mínimo	0,000123	13,34936	-0,179783	5,59E-07
Desvio-padrão	0,142065	1,224109	0,070675	0,031980

Fonte – Elaborada pelos autores.

Não foi identificada multicolinearidade entre as variáveis independentes no modelo restrito, não havendo necessidade de exclusão de nenhuma variável de controle. Já no modelo irrestrito, 10 das 12 variáveis apresentaram *Variance Inflation Factor* – VIF superior a 2, indicando alta colinearidade entre as variáveis, o que reduz a consistência e poder explicativo do modelo. Desta feita, o modelo irrestrito não foi considerado nas estimações posteriores.

O quadro a seguir resume os resultados dos testes de diagnóstico implementados no estudo, para o modelo restrito descrito na equação (11):

Quadro 2: Diagnóstico dos Testes Realizados

TESTES	RESULTADOS
Fator de Inflação de Variância	Inferior a 2 para todas as variáveis do modelo restrito
Teste F para efeitos fixos	Rejeita o modelo de Estimador Comum (<i>pooled</i>)
Teste de Breusch-Pagan para efeitos aleatórios	Rejeita o modelo de Efeitos Comuns
Teste de Hausman para dados em painel	Modelo de efeitos aleatórios é mais eficiente
Teste de Wald para heterocedasticidade	Modelos estimados são heterocedásticos
Teste de Wooldridge para correlação serial	Presença de correlação serial de primeira ordem
Teste de Levin, Lin e Chu para raiz unitária	Rejeição da hipótese de raiz unitária nas variáveis

Fonte: elaborado pelos autores

De posse destes resultados, a especificação final foi estimada buscando corrigir os problemas econométricos encontrados. Assim, adotou-se o procedimento de estimação de regressão de dados em painel com correção para heterocedasticidade e autocorrelação via regressão de Prais-Winsten, a qual utiliza uma estrutura de covariâncias que é assintoticamente eficiente em uma estimação por Mínimos Quadrados Generalizados, conforme descrito em Kmenta (1997).

Tabela 2 – Resultados do Modelo Final com dados de 2004 a 2011

Esta tabela apresenta os resultados estimados. A equação do modelo é:

$$\text{ENDIV}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 N1_{i,t} + \beta_2 N2_{i,t} + \beta_3 \text{NM}_{i,t} + \beta_4 \text{Rent}_{i,t} + \beta_5 \text{Tam}_{i,t} + \beta_6 \text{Deprec}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

Variável Dependente: Endividamento				
Número de Observações	R ²	Teste Wald	Probabilidade Wald	
352	0,6195	35,47	0,0000	

Variável Independente	Coefficiente	Standart Error	Z	p-value
Constante*	0,3286	0,1257	2,62	0,009
N1	0,0014	0,0187	0,07	0,941
N2	-0,0150	0,0408	-0,37	0,714
NM*	-0,0531	0,0238	-2,23	0,026
Rent*	-0,5378	0,1093	-4,92	0,000
Tam	-0,0009	0,0071	-0,13	0,896
Deprec	0,5435	0,3413	1,59	0,111

* Fatores significativos a 10%.

Fonte – Elaborada pelos autores.

De acordo com o R² encontrado, é possível afirmar que o modelo explica 61,95% das variações do endividamento das empresas analisadas. Este pode ser considerado um bom resultado, pois segundo Gujarati (2000), coeficientes acima de 50% já são satisfatórios.

O resultado do Teste Wald, apresentado na Tabela 2 acima, demonstra a significância estatística do modelo. Com isso, é possível afirmar que os resultados encontrados são estatisticamente válidos.

6.1 Níveis de Governança Corporativa – Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado

A hipótese levantada neste trabalho foi a de que há uma relação negativa entre o endividamento e a adoção das práticas de Governança Corporativa, elaboradas pela Bovespa, uma vez que tal iniciativa tende a demonstrar que o gestor está disposto a atender aos interesses dos acionistas, reduzindo o custo de agência. Com isso, o valor de mercado da empresa aumentaria, tornando mais interessante a captação de capital próprio do que de capital de terceiros, que é mais arriscado para a organização.

Tal pressuposto foi baseado no estudo de Silva Junior, Junqueira e Bertucci (2009), que analisaram 51 empresas brasileiras do setor energético, no ano de 2008, cuja conclusão foi de que há uma relação negativa entre estes dois fatores. Estes autores não fizeram a distinção entre os níveis de Governança Corporativa, enquadrando nesta condição todas as companhias pertencentes a qualquer um dos três níveis.

Já neste presente trabalho, a análise foi feita separadamente, ou seja, foram distinguidas as corporações que aderiram a cada nível de Governança Corporativa, estabelecidos pela Bovespa.

Considerando apenas o Nível 1, a hipótese inicial não foi confirmada, uma vez que o coeficiente desta variável foi positivo, 0,0014. Este resultado, inicialmente contraditório, não pode ser confirmado, pois o mesmo não foi estatisticamente significativo ($p\text{-value} = 0,941$). O Nível 2 apresentou um coeficiente negativo em -0,0150, corroborando a hipótese inicial, mas também não foi estatisticamente significativo, com um $p\text{-value}$ de 0,714.

Já o Novo Mercado confirmou a hipótese levantada apresentando uma relação negativa com o endividamento, com um coeficiente de -0,053, sendo que o resultado foi estatisticamente significativo, com um $p\text{-value}$ de 0,026.

O resultado encontrado nas empresas do Novo Mercado corrobora o pressuposto inicial e indica que a Governança Corporativa pode ser uma boa tentativa para diminuir os custos de agência, o que permite à empresa reduzir seus níveis de endividamento, se comparadas a outras que continuam no chamado Mercado Tradicional.

Como os níveis 1 e 2 são intermediários e com normas não tão rígidas, é possível que os investidores somente valorizam realmente quando a empresa adere ao Novo Mercado, indicando que ela está disposta a assumir de fato a Governança Corporativa como uma forma de gestão.

6.2 Rentabilidade

A dedutibilidade tributária dos juros da dívida, segundo Modigliani e Miller (1963), gera uma economia fiscal para as empresas, elevando a rentabilidade para os acionistas e, conseqüentemente, o valor de mercado da empresa. Portanto, haveria uma correlação positiva entre rentabilidade e endividamento.

Já a teoria da *Pecking Order*, apresentada por Myers (1984), indica que os gestores tendem a preferir utilizar capital gerado internamente pela empresa, por meio de sua rentabilidade, por exemplo, depois dívida e, por fim, emissão de novas ações. Isto se deve à emissão de sinais captada pelo mercado. Diante disso, teoricamente as corporações mais rentáveis têm menos necessidade de contrair dívida, pois conseguiriam ter auto-sustentação.

Os resultados apresentados confirmaram a hipótese da *Pecking Order*, uma vez que o coeficiente relacionado à rentabilidade foi negativo (-0,5378) e estatisticamente significativo ($p\text{-value} = 0,000$).

Assim, pode-se concluir pela importância da geração de recursos financeiros sobre o processo de tomada de decisões acerca da escolha da estrutura de capital.

6.3 Tamanho

Vários estudos, dentre eles o de Titman e Wessels (1988), apontam o tamanho como um fator determinante da escolha da estrutura de capital de uma organização, pois seus ativos podem servir como garantias num contrato de dívida. Então, a expectativa com relação a essa variável é que apresente uma relação positiva com o endividamento.

O resultado apresentado na tabela 2 indica que o tamanho não foi uma variável estatisticamente significativa, já que seu *p-value* foi de 0,896, impedindo que sejam feitas conclusões mais aprofundadas a respeito deste fator.

6.4 Depreciação

Existem algumas contas contábeis que não representam desembolsos de caixa, mas que geram um benefício fiscal para as empresas, como a depreciação por exemplo. Quanto maior for o volume deste tipo de conta, menor tende a ser o valor a ser pago para o governo por meio de tributos, como Imposto de Renda e Contribuição Social sobre Lucro Líquido, no caso do Brasil.

Outra forma de diminuir os tributos a recolher é por meio de juros gerados com a captação de recursos de terceiros. O problema é que esta modalidade representa uma saída de caixa e aumenta o risco de falência, pois com ela vem a obrigação da devolução do capital acrescido de juros, com data de vencimento pré-estabelecida. Nessa perspectiva, espera-se que quanto maior for a conta de Depreciação da organização menor será seu volume de endividamento.

Em contraponto a isso, o estudo de Miller (1977) indicou que mesmo com a introdução da permissão de dedutibilidade fiscal da depreciação no início da década de 1960 nos EUA, as companhias elevaram sua alavancagem. A explicação para tal resultado é que a depreciação é gerada a partir dos investimentos realizados pelas corporações, sendo que estes são muitas vezes financiados por capital de terceiros. Isso faz com que o endividamento e o valor da depreciação tenham uma correlação positiva.

O coeficiente relativo à Depreciação apresentou um *p-value* igual a 0,111, o que indica que esta variável não é estatisticamente significativa. Tal resultado não permite que sejam feitas inferências a respeito desse fator.

7 CONCLUSÃO

O objetivo desta pesquisa foi verificar se a adesão a algum dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, estabelecidos pela Bovespa, afeta o volume de endividamento das empresas brasileiras de capital aberto.

Fatores como rentabilidade, tamanho e depreciação também foram inseridos na análise com o intuito de verificar o impacto destes sobre a escolha da estrutura de financiamento, uma vez que são apontados em vários estudos como determinantes da alavancagem de uma firma. Vale ressaltar que, em uma das especificações, essas variáveis foram divididas em função do nível de Governança Corporativa ao qual a empresa pertence. Todavia, os resultados não foram significativos, em função da elevada colinearidade entre as variáveis de controle.

A amostra foi composta por empresas que compunham o Índice Bovespa em setembro de 2008, momento logo após o ápice da crise financeira e considerado como o divisor de tempo da pesquisa, que considerou 4 anos antes e 4 anos depois da crise financeira mundial. Foram excluídas as organizações pertencentes ao setor financeiro e algumas outras que apresentaram

problemas na divulgação dos dados. Por fim, foram consideradas 44 companhias e os dados referem-se a 8 anos, de 2004 a 2011, portanto, a disposição dos dados é em painel.

Inicialmente foi calculada a Matriz de Correlação entre as variáveis independentes, bem como o Fator de Inflação de Variância. No modelo restrito, que não divide as respostas das variáveis de controle por nível de Governança, não foi constatada multicolinearidade. Já no modelo irrestrito, que foi especificado com vistas a captar diferenças nas respostas das variáveis de controle por nível de governança, houve elevada colinearidade em 10 das 12 variáveis. Assim, o modelo final proposto incorpora apenas *dummies* de intercepto, em uma estimação por Mínimos Quadrados Generalizados que incorpora correções para heterocedasticidade e autocorrelação.

Os coeficientes dos níveis 1 e 2 não foram estatisticamente significativos. Já os resultados relativos ao Novo Mercado indicaram que as empresas que aderiram ao principal nível diferenciado de Governança Corporativa apresentaram um menor volume de endividamento.

Teoricamente, a Governança Corporativa reduz os conflitos de agência e, conseqüentemente, reduzem o custo do capital próprio, que são recursos menos arriscados para a corporação. Portanto, empresas pertencentes a tal segmento podem diminuir seus endividamentos para financiar suas atividades.

Uma possível explicação para os resultados dos níveis 1 e 2 é que provavelmente os investidores interpretam estes níveis como apenas um indicativo de intenção das empresas em adotar práticas de Governança Corporativa, valorizando de fato apenas aquelas que realmente adéquam sua gestão, com a adesão de normas mais rígidas, como as do Novo Mercado.

A rentabilidade foi uma variável que revelou correlação negativa, confirmando a hipótese da *Pecking Order*, tendo apresentado um coeficiente estatisticamente significativo. Empresas que conseguem gerar sua própria necessidade de caixa, por meio da sua atividade operacional, tende a necessitar de um menor volume de endividamento.

Associando os resultados do Novo Mercado ao da rentabilidade, é possível inferir outro benefício da adesão ao mais alto padrão de práticas de Governança Corporativa, que é uma tendência a maiores níveis de rentabilidade. Tal fato deriva da evidência de que há um menor nível de endividamento nas empresas listadas no Novo Mercado e, para níveis maiores de rentabilidade, os resultados também sinalizam para menores níveis de endividamento. Pesquisas futuras podem se aprofundar nesta relação, buscando novas evidências das relações entre Governança, níveis de endividamento e rentabilidade.

O tamanho das empresas apresentou uma relação negativa em relação à alavancagem, contrariando a hipótese de que as corporações que possuem ativos mais valiosos podem usá-los como garantias em contratos de dívidas, aumentando sua capacidade de endividamento. Entretanto, temos que ter cautela ao fazer tal conclusão, uma vez que este fator não foi estatisticamente significativo.

Já a depreciação é considerada, por diversos estudiosos, um fator importante na escolha da estrutura de financiamento, uma vez que serve como escudo tributário sem representar desembolsos de caixa e, com isso, diminui a vantagem fiscal gerada pelos juros de dívida. Em contraponto a isso, deve ser considerado o fato de que o endividamento é utilizado no financiamento dos ativos imobilizados da empresa, os quais geram depreciação. Todavia, os resultados não indicaram significância estatística para esta variável, não permitindo que sejam feitas inferências a respeito deste fator.

De uma forma geral, na determinação da estrutura de capital as empresas enfrentam o *trade-off* entre o menor custo do capital de terceiros e o menor risco do capital próprio. A Hipótese da Substituição defende que o conflito de agência pode ser reduzido por meio do endividamento, que limita a folga financeira e, conseqüentemente, as ações dos gestores, ou por meio da Governança Corporativa, cujas práticas regulam o comportamento dos administradores.

Considerando que os resultados da pesquisa indicaram que as empresas do Novo Mercado apresentaram um menor endividamento e, conseqüentemente, um maior volume de capital próprio, pode-se concluir que a adesão às práticas de Governança Corporativa no seu nível máximo diminui o conflito de agência.

Além disso, se a Governança Corporativa, por meio da maior transparência, equidade e responsabilidade, conseguir reduzir os conflitos de agência entre proprietários e gestores, o custo do capital próprio tende a diminuir, permitindo que a empresa se beneficie mais de um capital menos arriscado, fazendo com que a sua alavancagem seja menor.

Portanto, a Governança Corporativa pode ser considerada um diferencial enquanto a escolha for voluntária e ainda não se estendeu a todas as companhias, pois se tal prática se generalizar, o mercado deixará de valorizá-la e passará a exigí-la.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, R. J. de (2002). Conflitos entre acionistas majoritários, acionistas minoritários e administradores profissionais causados por importâncias assimétricas dos direcionadores de valor das empresas. *Revista de Administração*, 37 (1), 6-18.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. (2006). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2. ed. São Paulo: Atlas.
- ARPING, S.; SAUTNER, Z. (2010). Corporate governance and leverage: evidence from a natural experiment. *Financial Research Letters*, 7 (2), 127-134.
- ARRUDA, G. S. de; MADRUGA, S. R.; FREITAS JUNIOR, N. I. de (2008). A Governança Corporativa e a Teoria da Agência em Consonância com a Controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, Santa Maria, v. 1, n. 1, 71-84.
- BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. (2012). *Níveis Diferenciados de governança corporativa*. Disponível em <www.bovespa.com.br> Acesso em 05/10/2012.
- BRANDÃO, M. M.; BERNARDES, P. (2005). Governança corporativa e o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários no sistema de decisões estratégicas das corporações brasileiras. XXIX Encontro Nacional da ANPAD – ENANPAD, 2005, Brasília. *Anais...* Brasília.
- BREUSCH, T; PAGAN, A. (1980). The LM Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics. *Review of Economic Studies*, 47, 239-254.
- De ANGELO, H.; MASULIS, R. W. (1980). Leverage and dividend irrelevancy under corporate and personal taxation. *The Journal of Finance*, 36 (2), 453-64.
- GOYAL, V. K.; LEHN, K.; RACIC, S.(2002). Growth opportunities and corporate debt policy: the case of U.S. defense industry. *Journal of Financial Economics*, 64 (1), 35-59.
- GREENE, W. H. (2000). *Econometric analysis*. 4. ed. Rio de Janeiro: Prentice-Hall.
- GUJARATI, D. N. (2000). *Econometria básica*. São Paulo: Makron Books.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *The Journal of Finance*, 45 (2), 321-49.
- HART, O.; MOORE, J. (1995). Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review*, 85 (3), 567–585.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- JIRAPORN, P.; KIM, Jang-Chul; KIM, Y. S.;

- KITSABUNNARAT, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: evidence from the Institucional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics and Finance*, 22 (1), 208-214.
- JOHNSTON, J.; DiNARDO, J. (1997). *Econometric methods*. 4th. ed. New York: McGraw-Hill.
- Kmenta, J. 1997. *Elements of Econometrics*. 2nd ed. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- LANG, L.; OFEK, E.; STULZ, R. M. (1996). Leverage, investment, and firm growth. *Journal Financial Economics*, 40 (1), 3–29.
- LELAND, H. E.; PYLE, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-87.
- LEVIN, Andrew; LIN, Chien-Fu; CHU, Chia-Shang James. Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*, 108, 1-24, 2002.
- MILANI, B.; RIGHI, M. B.; CERETTA, P. S.; DIAS, V. da V. (2012). Práticas de sustentabilidade, Governança Corporativa e Responsabilidade Social afetam o risco e o retorno dos investimentos? *Revista de Administração da UFSM*, Santa Maria, v. 5, Edição Especial, 667-682.
- MILLER, M. (1977). Debt and taxes. *The Journal of Finance*, 32 (2), 261-75.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48 (3), 261-97.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, 53 (3), 433-43.
- MYERS, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39 (3), 575-592.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-222.
- PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, 37 (3), 33-46.
- SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. (2007). *Governança corporativa: evidências empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas.
- SILVA, R. L. M. da; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JUNIOR, T. (2012). O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de Governança Corporativa da BM&F Bovespa sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFSM*, Santa Maria, v. 5, n. 2, 222-242.
- SILVA JUNIOR, R. R. da; JUNQUEIRA, L. R.; BERTUCCI, L. A. (2009). A relação entre a adoção das práticas de Governança Corporativa e a alavancagem financeira das empresas brasileiras do setor energético no ano de 2008. *Gestão e Sociedade*, 3 (6), 315-334.
- SILVEIRA, A. Di M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, 43 (3), 50-63.
- SIMERLY, R. L.; LI, M. (2000). Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test. *Strategic Management Journal*, 21 (1), 31-49.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 48 (1), 1–19.
- WOOLDRIDGE, J. M. (2003). *Introductory econometrics*. Michigan: Michigan State University, IE – Thomson.