

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E
CONTABILIDADE DE RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE

MARÇAL SERAFIM CÂNDIDO

Estrutura de capital e assimetria de informação: efeitos da governança
corporativa

Orientador: Prof. Dr. Maurício Ribeiro do Valle

Ribeirão Preto
2010

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Rudinei Toneto Júnior
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão
Preto

Prof. Dra. Adriana Maria Procópio de Araújo
Chefe do Departamento de Contabilidade

MARÇAL SERAFIM CÂNDIDO

Estrutura de capital e assimetria de informação: efeitos da governança corporativa

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de mestre em Ciências. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. Maurício Ribeiro do Valle

Ribeirão Preto
2010

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Candido, Marçal Serafim

Estrutura de capital e assimetria de informação: efeitos da governança corporativa. Ribeirão Preto, 2010.

72 p. : il. ; 30cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Valle, Maurício Ribeiro do.

1. Estrutura de Capital. 2. Governança Corporativa. 3. Assimetria de Informação.

Marçal Serafim Cândido

Estrutura de capital e assimetria de informação: efeitos da governança corporativa.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para obtenção do título de mestre em Ciências. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr.: _____
Instituição: _____ . Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____
Instituição: _____ . Assinatura: _____

Prof. Dr.: _____
Instituição: _____ . Assinatura: _____

Aos meus pais e minha irmã, pela dedicação, convivência e amor compartilhados.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por tudo que me tem dado a oportunidade de estar em mais esta etapa da vida.

Aos meus pais, por todo o ensinamento e apoio ao longo de minha vida.

À minha irmã, que ainda está iniciando uma linda fase de sua vida e que a aproveite bem.

Ao prof. Dr. Maurício Ribeiro do Valle, meu orientador, um profissional de competência inquestionável.

À todos aqueles com os quais tive a convivência na pós-graduação, desde os tempos de ESALQ/USP até aqui na FEA-RP/USP, em especial os professores Adriano, Vinícius e Fabiano.

À FAPESP pelo apoio financeiro concedido.

RESUMO

CANDIDO, M.S. **Estrutura de capital e assimetria de informação: efeitos da governança corporativa**. 2010. 72 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.

Desde os trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963), os estudos sobre a estrutura de financiamento das empresas ganharam impulso sem, contudo, desenvolver-se num horizonte único. Pelo contrário, novas linhas de pesquisa foram desenvolvidas, com previsões teóricas sendo comumente testadas empiricamente. Neste sentido, este trabalho busca avançar neste campo de estudo, a fim de promover alguma contribuição acerca do entendimento da estrutura de capital das empresas. Em especial, este trabalho adota a abordagem relacionada com a assimetria de informação entre provedores de recursos (credores e acionistas) e os gestores dessas empresas. Adota-se a governança corporativa (G.C.) como um meio de minorar os efeitos dessa assimetria informacional pois, uma das premissas pelas boas práticas de G.C. é a redução de assimetria de informação entre os financiadores e os tomadores de recursos na empresa. Pela aplicação de um método de verificação empírico em uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto, encontraram-se evidências de que a G.C. atua como um meio de acesso a outras fontes de financiamento, pois as empresas com melhores práticas de G.C. apresentaram menor endividamento. Entretanto, os resultados apresentam sensibilidade à técnica estatística utilizada, sendo assim necessário maior aprofundamento em futuras pesquisas sobre a forma como verificar as previsões teóricas.

Palavras-Chave: Estrutura de capital; Governança corporativa; Assimetria de Informação.

ABSTRACT

CANDIDO, M.S. **Capital structure and asymmetric information: effects of corporate governance**. 72 p. Dissertation (Master's Degree) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2010.

Since the Modigliani and Miller's works (1958, 1963), the studies about the capital structure got a impulse, without development in a single way. In contrast, new lines of research had developed, with theoretical forecasts commonly tested empirically. In this way, this work aim contribute in this field of study and give some advance on the understand in the choice of capital structure by the enterprises. Specially, this work adopt the asymmetric information line of research between who finance (creditors and shareholders) and that uses the capital. It is adopted the corporate governance (C.G.) as a mechanism the minimize the effects of this asymmetric information between who give and get the capital. By the application of a method of empiric verification in a sample constituted by enterprises with shares negotiated in the market, was found evidence that C.G. facilitates the access of other financing form than debt. Then, enterprises with better practices of C.G. would have less debt. But, the results are sensible to the statistic method used, then, it is necessary a deep in future research that could verify the theoretical previsions.

Key-Words: Capital structure; Corporate governance; Asymmetric Information.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1 - TEORIAS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS	10
1.1 - Estudos baseados em impostos	11
1.2 - Estudos baseados na informação	13
1.3 - Estudos baseados nos problemas de agência	16
1.4 - Considerações sobre as teorias apresentadas	18
2 - GOVERNANÇA CORPORATIVA, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E A ESTRUTURA DE CAPITAL	19
2.1 - Governança corporativa: problema de agência e a assimetria de informação	20
2.2 - Evolução dos estudos sobre governança corporativa	22
2.3 - Governança corporativa no Brasil	24
2.4 - A relação entre governança corporativa e as decisões de financiamento das empresas	26
3 - FONTE DE DADOS, MÉTODO ESTATÍSTICO E CONSTRUÇÃO DAS VARIÁVEIS	29
3.1 - Fonte de dados	29
3.2 - Construção das variáveis objetos de estudo	31
3.2.1 - Variáveis de endividamento	31
3.2.2 - Variáveis independentes clássicas	32
3.2.3 - Variáveis relacionadas com governança corporativa	36
3.2.4 - O método estatístico: a análise em painel	37
4 - MODELO, RESULTADOS E COMENTÁRIOS	47
4.1 - Estimacão	47
4.2 - Resultados	47
4.3 - Robustez dos resultados	56
CONCLUSÃO	59
REFERÊNCIAS	62
APÊNDICE	72

INTRODUÇÃO

Desde os trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963), onde os autores mostraram os efeitos das decisões de financiamento sobre o valor da empresa, prosperaram diversos estudos que tentaram ratificar os resultados de Modigliani e Miller (MM) ou questionar tais resultados, com evidências teóricas e empíricas que apontam em múltiplas direções (HARRIS; RAVIV, 1991; GRAHAM; HARVEY, 2001).

Desde então, as tentativas em mostrar que o valor da empresa é influenciado pelas escolhas de suas fontes de financiamento desenvolveram-se sem um horizonte único, mas sim, pela construção de modelos e obtenção de resultados experimentais que tem apontado vários caminhos, a ponto dos estudiosos afirmarem não haver uma teoria conclusiva sobre a escolha da forma de financiamento por parte das empresas e, nem é preciso esperar que haja alguma, como descrito por Myers (2001).

Neste sentido, este trabalho adota uma linha de fundamentação dentre as várias descritas pela literatura, qual seja, aquelas teorias nas quais as decisões de financiamento das empresas estão relacionadas com os problemas de assimetria de informação entre os provedores de recursos (credores e acionistas) e seus tomadores (gestores das empresas), bem como entre aqueles que são proprietários, porém sem poder de decisão (acionistas minoritários) e aqueles que têm o poder de decisão no uso de recursos (acionistas majoritários e seus prepostos). A assimetria de informação aqui é entendida como as diferenças existentes na disponibilidade de informações entre dois agentes, por exemplo, tomadores e emprestadores de recursos, tal como relato em livros-texto de microeconomia (PINDYCK; RUBINFELD, 2002)

Para tanto, são mostradas as principais correntes teóricas relacionadas com a estrutura de capital das empresas, seus pontos de argumentação e suas previsões quanto à estrutura de financiamento empresarial, com ênfase maior na linha de argumentação adotada por este trabalho. Assim, são escolhidos atributos que representem as características que possam mensurar os efeitos da assimetria informacional nas decisões de financiamento das empresas, como é o caso da Governança Corporativa (G.C.). Esta um meio de minorar as diferenças informacionais entre os agentes envolvidos nas decisões de financiamento, pois atua tanto na proteção ao acionista minoritário, quanto sinaliza ao credor a qualidade das decisões tomadas

pelos gestores na aplicação dos recursos (BRECHT; BOLTON; RÖEL, 2002; WILLIAMSON, 1988).

A partir disso, com o intuito de analisar os efeitos da Governança Corporativa, este trabalho selecionou uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto em que parte delas utiliza algum mecanismo de G.C. e parte não. Ressalta-se ainda a utilização de técnicas econométricas ainda pouco utilizadas pelas pesquisas nacionais sobre o tema, salvo raras exceções (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), que consideram os problemas de causalidade reversa (endogeneidade) entre as variáveis que são objeto de análise.

Os resultados encontrados mostram que empresas com práticas diferenciadas de G.C. apresentam menor endividamento. Isto pode mostrar que estas empresas são capazes de captar recursos por meio da emissão de títulos mais sensíveis (ações) à informação, pois sofrem menos com os problemas de assimetria informacional.

Todavia, alguns dos resultados estimados para certas variáveis escolhidas são muito sensíveis ao tipo de técnica de estimação utilizada. Tal fato demonstra a necessidade de aprofundar os estudos na área, tanto no que diz respeito ao arcabouço teórico, como na verificação empírica utilizados, questionamentos estes presentes em trabalhos como o de Zingales (2000) e Myers (2001).

O trabalho está organizado da seguinte forma. Na seção 1 são discutidas as principais correntes teóricas que buscam explicar a política de financiamento empresarial. Em seguida, são discutidos os efeitos da assimetria informacional nas decisões de financiamento e os resultados de pesquisas nacionais e internacionais que abordam esta linha de pesquisa. Na seção 3 é discutida a técnica de estimação utilizada e suas principais vantagens e limitações em relação às comumente utilizadas. Em seguida, na seção 4, são descritas as formas de obtenção dos dados e de construção das variáveis utilizadas. Por fim, na seção 5 são discutidos os resultados alcançados e, finalmente, as conclusões do trabalho.

1 – TEORIAS SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS

No primeiro parágrafo de seu trabalho, Myers (1984) afirma que ainda não há repostas finais para os determinantes da estrutura de financiamento das empresas. Quase duas décadas depois, o mesmo autor (MYERS, 2001, p. 81) afirma que: “There is no universal theory of the debt-equity choice, and no reason to expect one”. Percebe-se, portanto, que a posição do autor quanto ao tema não mudou, ou seja, a ausência de uma teoria única acerca da estrutura de capital das empresas, apesar dos vários estudos que foram feitos neste período (HARRIS; RAVIV, 1991; GRAHAM; HARVEY, 2001; STREBULAEV, 2007).

No entanto, esta ausência de uma teoria conclusiva torna os estudos mais desafiadores, pois permite aos estudiosos do tema modelar e testar empiricamente suas previsões quanto à escolha da estrutura de financiamento que considerem elementos pouco considerados em outros trabalhos, bem como deixa o pesquisador com uma moderada liberdade para propor explicações quanto ao comportamento das variáveis utilizadas que não haviam sido estudadas em maior profundidade até então.

Mas, esta ‘moderada liberdade’, ao invés de ser algo que auxilie na fecundidade das pesquisas, pois não coloca um caminho único para as previsões e verificações empíricas, pode ser um elemento complicador para o estudo do assunto. Tal fato é lembrado por Myers (2001), em que o autor afirma que as pesquisas podem gerar resultados que são consistentes com mais de uma teoria e, a escolha de qual teoria que balizam o processo por parte do pesquisador pode ser um aspecto crucial.

Em um trabalho de cunho bem provocativo, Zingales (2000) argumenta que a incapacidade das teorias sobre a estrutura de financiamento das empresas demonstrarem pouca atenção quanto aos elementos fora da esfera financeira, mas que podem influenciar a escolha da forma de financiamento por parte das empresas, tal como a teoria da firma pois, nas palavras do autor:

The interaction between the nature of the firm and corporate finance issues has become so intimate that answering the fundamental question in theory of the firm has become a prediction for any further advancement in corporate finance (ZINGALES, 2000, p. 1624).

Nota-se, portanto, que o autor enfatiza a relação entre a teoria da firma e finanças corporativas. De forma mais analítica, Strebulaev (2007) mostra que as previsões e os testes

das teorias existentes podem ser bem diferentes dos dados observáveis e, portanto, para o autor é necessária a consideração de aspectos ainda pouco incorporados pela literatura existente sobre o tema.

Assim, a partir das considerações anteriores, observa-se não há consenso tanto nas hipóteses descritas pelos modelos, bem como nos meios de verificação das mesmas. Contudo, a fim de prover o leitor com algumas considerações básicas das teorias que tratam das escolhas das formas de financiamento das empresas (estrutura de capital), neste trabalho são apresentados em seguida alguns estudos sobre a estrutura de financiamento das empresas, suas principais hipóteses e alguns elementos teóricos que as suportam. Não se pretende aqui fazer um estudo detalhado de cada teoria, mas sim uma descrição das mesmas segundo alguns trabalhos anteriores e, como já mencionado, na seção seguinte será analisada mais detalhadamente a linha de pesquisa que trata dos efeitos das assimetrias informacionais na estrutura de capital.

A estratégia adotada aqui é bem semelhante daquela adotada por Harris e Raviv (1991) e por Valle (2008), qual seja, agrupar os estudos segundo o elemento de suporte teórico que as une, como por exemplo, os estudos baseados em *impostos* ou os estudos baseadas nos *problema de agência*.

1.1 – Estudos baseados em impostos

Apesar dos trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963) serem o ponto de referência para as diversas teorias e estudos sobre os determinantes da estrutura de financiamento das empresas, pode-se dizer que estes estudos, juntamente com o trabalho de Miller (1977) são o ponto de partida para a análise da influência dos impostos na estrutura de financiamento das empresas.

De modo bem simples, os estudos nesta linha argumentam que as decisões de financiamento das empresas são determinadas pelos benefícios fiscais advindos do endividamento, já que estes reduzem a parcela do fluxo de caixa empresarial que é tributável. Assim, seria esperado que a empresa aumentasse tanto quanto pudesse seu endividamento a fim de aumentar a despesa com juros que pudessem diminuir o lucro tributável e, com isso,

umentar o valor da empresa¹. Entretanto, mostrado por Modigliani e Miller (1958, 1963) e lembrado por outros trabalhos posteriores (MILLER, 1977; MYERS, 1984; MYERS, 2001), haveria um ponto ótimo de endividamento, pois o endividamento acima deste ponto poderia levar a empresa a problemas de *financial distress* que, conforme descrito por Myers (2001, p. 89) são “...the costs of bankruptcy or reorganization, and also to the agency costs arise when the firm’s creditworthiness is in doubt”. Desta maneira, o endividamento seria benéfico até o ponto que não colocasse a empresa em dificuldades financeiras, pois poderia haver dificuldades no pagamento ou refinanciamento destas dívidas por parte da empresa tanto por fatores internos, quanto por fatores externos à empresa.

Nesta linha de abordagem destaca-se a *Tradeoff Theory*, segundo a qual a firma endivida-se até o ponto no qual o valor marginal dos benefícios fiscais da dívida é igual ao valor presente marginal das dificuldades financeiras (MYERS, 2001). Assim, como proposto seria de esperar que empresas mais lucrativas apresentassem níveis maiores de endividamento, pois assim teriam maiores despesas de juros que pudessem diminuir a tributação dos seus lucros. Por outro lado, o aumento do endividamento faz com que a empresa incorra em riscos maiores e, portanto, o investidor exige um prêmio maior para aplicar seus recursos nestas empresas (KANE; MARCUS; McDONALD, 1985). Testes empíricos (KISGEN, 2006) e levantamentos feitos junto a gestores de empresas norte-americanas (GRAHAM; HARVEY, 2001) e européias (BROUNEN; JONG; KOEDJIK, 2006) encontraram evidências desta relação entre os benefícios fiscais e os riscos envolvidos com o endividamento, tanto por parte do comportamento do endividamento empresarial, quanto por parte dos gestores.

Ainda, Miller (1977) mostrou que os benefícios fiscais da dívida corporativa podem ser totalmente anulados a depender da tributação dos ganhos da pessoa física, ou seja, o ganho que o acionista teve com o endividamento da empresa em que é sócio é consumido pelo imposto que ele paga como pessoa física. No entanto, Myers (2001) lembra que a observação dos níveis de endividamento das empresas maduras mostra que elas apresentam uma taxa menor que a ótima, além de mencionar que: “Studies of the determinants of factual debt ratios consistently find that the most profitable companies in a given industry tend to borrow the least” (Myers, 2001, p. 89).

Além disso, há também estudos que consideraram a influência de outros fatores relacionados a impostos (DeANGELO; MASULIS, 1980) que podem afetar as decisões de

¹ Para uma breve discussão sobre a relação entre o lucro, fluxo de caixa e valor da empresa ver Assaf (2006)

financiamento das empresas como, por exemplo, o montante de despesas de depreciação da empresa, que são dedutíveis na formação do lucro tributável.

Conclui-se, portanto, que segundo a abordagem dessa linha de estudos, a estrutura de capital da empresa é determinada pelo balanceamento entre os benefícios fiscais do endividamento e os riscos incorridos pelo aumento deste endividamento, sendo que haveria um nível ótimo para o mesmo.

1.2 – Estudos baseados na informação

Esta linha de argumentação tem como principal característica a consideração da existência de assimetria informacional entre a empresa e os provedores de recursos para a mesma quando ela busca o mercado. O problema de assimetria informacional é entendido aqui como, em uma operação financeira (como o financiamento empresarial), a existência de um agente com informação que o outro não possui e que pode alterar a percepção e valor da operação, tal como fora exposto e descrito por Akerlof (1970)².

As implicações da assimetria informacional na escolha das formas de financiamento empresarial foram expostas por Myers e Majluf (1984). Neste trabalho, os autores mostraram que o fato de a informação acerca da qualidade dos projetos de investimento que são iniciados pela empresa não ser igualmente conhecida pelos gestores da empresa e pelos potenciais provedores de recursos (acionistas e credores) faz com que a emissão de ações pela empresa seja passível de desconto por parte dos adquirentes dessas ações, pois estes não sabem a verdadeira qualidade do projeto que estão financiando.

Uma maneira de tentar contornar tal problema seria o financiamento via emissão de títulos com menor sensibilidade de preços por parte dos seus adquirentes, como por exemplo, os títulos de dívida. Estes, além de serem uma obrigação contratual, possuem vantagens na recuperação dos seus valores em caso de liquidação da empresa. Todavia, a elevação do endividamento poderia levar a empresa a problemas de *financial distress*, além de diminuir a

² Descrições bem acessíveis sobre problemas de assimetria informacional são encontrados em livros-texto de microeconomia, como Varian (2003) e Pindyck e Rubinfeld (2002).

folga financeira³ da empresa caso ela necessitasse de recursos para não perder oportunidades de investimento.

Desta maneira, segundo os autores, seria preferível o financiamento dos projetos via recursos internos, pois assim evitaria comprometer sua folga financeira com o endividamento e evitaria os problemas de desconto no valor das ações emitidas decorrentes da assimetria informacional envolvida neste processo como descrito. Caso os recursos internos não fossem suficientes, seria preferível a emissão de títulos menos sensíveis, ou seja, os títulos de dívida e, se estes também não fossem suficientes, aí sim a emissão de ações.

Tal abordagem foi chamada por Myers (1984) como *Pecking-Order Theory* ou teoria da ordem de preferência das fontes de financiamento. Assim, nas palavras de Myers (1984, p. 581): “Each firm’s observed debt ratios reflects its cumulative requirements for external finance”. Assim, empresas com maior lucratividade teriam menor endividamento, comportamento contrário ao daquele previsto pela *Tradeoff Theory*, pois, segundo esta, quanto maior a lucratividade, maior seria o endividamento, dados os benefícios fiscais da dívida. Acrescenta-se ainda que a *Pecking-Order Theory* não prevê que possa haver um nível ótimo de endividamento (MYERS, 1984).

Há ainda outros trabalhos descritos por Harris e Raviv (1991) que também utilizam os problemas de assimetria informacional como foco de análise. Dentre eles destacam-se os trabalhos de Ross (1977), em que é proposto um modelo no qual a empresa conseguiria sinalizar ao mercado a qualidade de seus projetos pelo prazo de assunção de suas dívidas, ou seja, elas sinalizariam aos investidores a qualidade dos projetos nos quais buscam recursos. Com isso reduziriam os problemas de seleção⁴ adversa que estão sujeitas quando buscam o mercado para a obtenção de recursos.

A partir desta proposição, outros trabalhos também buscaram formular os possíveis efeitos do prazo de maturidade das dívidas na determinação da qualidade das firmas (FLANNERY, 1986; DIAMOND, 1991) e testes empíricos foram conduzidos para a verificação destas formulações (BERGER et. al., 2005), sendo que foram encontradas evidências de que o prazo de maturidade das dívidas pode fornecer informações sobre a qualidade das empresas. Isto por que, quando a empresa assume dívidas de curto prazo, ela sinaliza que seus projetos de investimento poderão gerar recursos para pagar os financiamentos assumidos em um horizonte temporal mais curto e, portanto, de menor

³ A folga financeira é definida por Myers e Majluf (1984, p. 7) como: “The sum of cash on hand and marketable securities will be referred to as financial slack”.

⁴ A problemática da seleção adversa é didaticamente descrito em Varian (2003).

incerteza. Já as empresas que emitem dívidas de longo prazo, há uma maior incerteza (devido ao horizonte temporal) quanto à realização dos fluxos de caixa para o pagamento dos compromissos de financiamento assumidos.

Leland e Pyle (1977), nesta mesma abordagem de sinalização, propõem um modelo no qual os investidores observam a qualidade da firma e de seus projetos conforme o percentual de ações da empresa possuídas pelo seu gestor, pois quanto mais riqueza própria o gestor empenha na empresa que atua, maior a probabilidade de seus projetos serem de boa qualidade.

Há ainda outros estudos que consideram o problema da assimetria informacional conjuntamente com o aspecto temporal, como é o caso da linha de pesquisa baseada nas “janelas de oportunidade”. Segundo esta linha de argumentação, as empresas emitem ações de acordo com o momento do mercado, em que as emissões de ações são concentradas em momentos nos quais a empresa está supervaliada e recompram ações, ou optam por endividamento, em momentos que acreditam estarem subavaliadas (BAKER; WURGLER, 2002). Além disso, elas aproveitam as fases do ciclo econômico⁵ de expansão ou contração em que há alteração do valor de mercado da empresa (CHOE; NANDA; MASULIS, 1993; BAYLESS; CHAPLINSKY, 1996).

Em trabalho seminal, Choe, Nanda e Masulis (1993) mostraram que as emissões de ações são menores em períodos de alta volatilidade do mercado e maiores com o crescimento dos negócios no mercado de capitais e outros indicadores relacionados ao ciclo econômico, como o crescimento do produto ou indicadores de atividade econômica. Contudo, os mesmos autores reconhecem ainda a assimetria informacional envolvida na emissão de ações tal como a *Pecking Order Theory*, mas adicionam que estes problemas são menores em fases de expansão econômica.

Observa-se, portanto, que a linha de argumentação baseada nas “janelas de oportunidade” considera a assimetria informacional quando da emissão dos títulos e acrescenta o aspecto temporal desta assimetria informacional, pois ela pode ser menor conforme as condições do mercado acionário, além de não considerar a hipótese de eficiência deste mercado como assumido pelas teorias anteriormente expostas.

⁵ Aqui a expressão ciclo econômico é utilizada como sinônimo da expressão “ciclo de negócios”, definições que podem ser consideradas equivalentes e encontradas em livros textos de macroeconomia, como o de Dornbush, Fischer e Startz (2003).

1.3 – Estudos baseados nos problemas de agência

Os estudos com a abordagem baseada nos problemas de agência⁶, apesar de terem o trabalho de Jensen e Meckling (1976) como um grande referencial, Harris e Raviv (1991) reconhecem pesquisas anteriores que se preocupavam com a questão de agência. Todavia, estes reconhecem que o trabalho daqueles foi talvez o primeiro a sistematizar analiticamente a teoria da agência na escolha das formas de financiamento das empresas, sendo que este trabalho serviu como base teórica para muitos trabalhos posteriores (JENSEN, 1986; STULZ, 1990; MEHRAN, 1992; LELAND, 1998; MAO, 2003; HARVEY; LINS; ROPER, 2004).

Os trabalhos nesta linha de argumentação buscam mostrar que pode haver conflitos entre os gestores e os acionistas, tanto como entre os credores e os acionistas no processo de financiamento empresarial (JENSEN; MECKLING, 1976; HARRIS; RAVIV, 1991). No primeiro caso, os gestores (ou *insiders*), podem possuir interesses diferentes dos acionistas, pois quando as decisões são tomadas pelos gestores, nada garante que esta esteja maximizando a utilidade dos acionistas, bem como não se pode dizer que os gestores aplicam seus melhores esforços e parcimônia na consecução de suas atividades e tais atitudes por parte do gestor podem alterar o valor da empresa dependendo da participação do gestor no capital da empresa, como mostrado por Jensen e Meckling (1976).

Além disso, Jensen (1986) lembra que a existência de fluxos de caixa livres na empresa pode fazer com que o gestor invista em atividades que não sejam rentáveis para a empresa. Desta maneira, Jensen (1986) cria a *Free Cash Flow Theory*, em que propõe o aumento do endividamento como forma de reduzir a discricionariedade dos gestores, principalmente daquelas empresas em indústrias maduras com poucas possibilidades de investimento.

Nestas indústrias, esta falta de oportunidades de investimento faz com que haja de fluxos de caixa livres destas empresas e risco de aplicação destes recursos em projetos com retornos negativos. Assim, esta mitigação dos conflitos entre os gestores e acionistas seria um dos benefícios do endividamento (JENSEN, 1986; HARRIS; RAVIV, 1991). Ainda, o endividamento é mais vantajoso que uma possível política de distribuição destes recursos disponíveis, como os dividendos, pois o endividamento ao contrário dos dividendos, em que

⁶ A teoria de agência será discutida com maior detalhe em seção posterior.

pode haver discricionariedade em sua distribuição, as dívidas exigem pagamentos periódicos que diminuam o fluxo de caixa livre para investimento por parte do gestor.

No entanto, o excessivo endividamento poderia levar a empresa a dificuldades financeiras (*financial distress*) e, portanto, a política de endividamento deveria atender tanto para os benefícios apontados do endividamento, bem como dos riscos a ele associados como apontado por Jensen (1986, p. 324): “The optimal debt-equity ratio is the point at which firm value is maximized, the point where the marginal costs of debt just offset the marginal benefits”. Nota-se com isso que, assim como a *Tradeoff Theory*, porém com argumentos diferentes, haveria um nível ótimo de endividamento que a empresa deveria buscar.

Outro conflito de agência potencial seria entre os credores e os acionistas (HARRIS, RAVIV, 1991). Neste caso, os acionistas de uma empresa alavancada podem extrair riqueza dos credores pelo aumento de investimento em projetos de maior risco após a emissão da dívida (LELAND, 1998), o que geraria o efeito de “substituição de ativos”⁷. Isto porque, em caso de sucesso do projeto os acionistas beneficiam-se mais dos que os credores, em razão da valorização de suas ações e, em caso de fracasso do projeto, os credores incorreriam nos maiores custos em razão da dívida limitada ao capital da empresa (HARRIS; RAVIV, 1991) e, portanto, a assunção de risco em projetos, mesmo que sejam destruidores de valor, seria benéfico para os acionistas em caso de sucesso.

Desta maneira, mecanismos que protegessem os credores da atuação de risco dos acionistas, como os *covenants*⁸ nas dívidas, proibições de novos investimentos em outros setores por parte da empresa e outras formas que restringissem o risco assumido pela empresa auxiliariam na redução dos conflitos entre credores e acionistas. Assim, para tentar reduzir os efeitos da expropriação de riqueza dos credores pelos acionistas, alguns trabalhos mostraram que o prazo de maturidade das dívidas poderia ajudar nesta tarefa de reduzir estes problemas de agência (MYERS, 1977; BARCLAY; SMITH Jr., 1995; STOHS; MAUER, 1996). Isto porque, com prazo de maturidade de dívidas diferenciado, a empresa poderia mostrar a qualidade de seus investimentos e, portanto, sua verdadeira intenção com relação a sua intenção de expropriar, ou não, riqueza de seus acionistas.

Conclui-se destes estudos que, os problemas de agência entre acionistas e gestores ou entre acionistas e credores influenciam a forma de financiamento empresarial, como descrito

⁷ O efeito “substituição de ativos” quando uma empresa muda de projetos de baixo para alto risco. Esta substituição transfere o valor da firma dos credores para os acionistas.

⁸ Os “covenants” são cláusulas contratuais e outros mecanismos que buscam garantir ao credor que seu capital será empregado de maneira criteriosa pela empresa. Para uma breve discussão sobre a influência destas cláusulas nas formas de financiamento empresarial ver Billett, King e Mauer (2007).

por Williamson (1988). Ainda, a política de financiamento empresarial neste contexto pode atuar de forma a alterar os custos de agência⁹, como a escolha do prazo de maturidade das dívidas e outras formas de minimizar os problemas de agência, como os mecanismos de governança corporativa que serão discutidos em seção posterior.

1.4 – Considerações sobre as teorias apresentadas

Foram descritas nas subseções anteriores algumas teorias que procuram explicar a escolha das formas de financiamento empresarial. São teorias que, tendo como referencial outras teorias econômicas (como a teoria de agência, da sinalização e outras) tentam estabelecer um arcabouço teórico e empírico para os outros estudos. Espera-se, com isso, que as abordagens apresentadas sejam capazes de fornecer ao leitor uma primeira aproximação e contextualização do tema aqui estudado.

Entretanto, as teorias apresentadas não podem ser consideradas como aquelas que representam todo o conjunto desenvolvido acerca das formas de financiamento empresarial. Estudos do tipo de Harris e Raviv (1991) mostram outras abordagens teóricas desenvolvidas pela literatura, seus principais argumentos e resultados. Contudo, são teorias que não foram objetos de maiores estudos e desenvolvimentos posteriores e, por isso, este trabalho sugere ao leitor mais interessado nestas outras abordagens que consultem o trabalho de Harris e Raviv (1991) como ponto de partida.

⁹ Os custos de agência são discutidos na próxima seção.

2 – GOVERNANÇA CORPORATIVA, ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E A ESTRUTURA DE CAPITAL

O tema governança corporativa (G.C.) possui uma ampla gama de linhas de pesquisa e abrangência de enfoques, como mencionam alguns trabalhos (BERTUCCI; BERNARDES; BRANDÃO, 2006). Assim, nesta seção busca-se apresentar alguns elementos relacionados com a governança corporativa que, de acordo com a literatura existente, possam influenciar a estrutura de capital das empresas. Tal influência decorre do próprio conceito de G.C. que é definido como “...the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment” (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737), ou seja, o financiamento empresarial (seja por recursos próprios, seja por de terceiros) está relacionado com a G.C. na medida que o provedor de recursos busca retorno em seu investimento e a G.C. auxilia na consecução deste objetivo como apontam os autores .

Silveira, Perobelli e Barros (2008) também aceitam a hipótese desta influência da G.C. no financiamento empresarial, pois segundo os autores:

A qualidade da Governança Corporativa, doravante denominada G.C., pode influenciar as decisões de financiamento na medida em que as empresas com melhor governança desfrutam de melhores condições mais vantajosas para captação de recursos externos(SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008, p. 765)

Esta influência da G.C., para os autores, decorre da redução da assimetria de informação na relação entre provedores de recursos e empresas com melhores práticas de G.C., pois tais empresas estão comprometidas com mecanismos de G.C. que minimizam a perda dos recursos aplicados pelos financiadores, tal como abordado por Shleifer e Vishny (1997).

Assim, com o objetivo de explicitar melhor esta relação entre G.C. e o financiamento empresarial, é mostrado a seguir uma breve abordagem do problema de assimetria informacional e como a G.C. busca reduzir estes problemas. Além disso, é discutida a evolução dos estudos acerca de G.C. no Brasil e por fim a provável relação entre G.C. e o financiamento empresarial de forma mais extensiva segundo a literatura. Com isso, espera-se que o leitor possa compreender a relação entre a decisão de financiamento da empresa e a forma de governança por ela empregada, sendo que as definições das variáveis utilizadas para mensurar, nas palavras de Bertucci; Bernardes e Brandão (2006), o construto governança,

serão expostos em seção posterior. Entretanto, antes, será abordada a teoria da agência, teoria esta que embasa grande parte das discussões sobre governança corporativa (G.C.)

2.1 – Governança corporativa: problema de agência e a assimetria de informação

Apesar de haver ampla discussão acerca da definição do que vem a ser G.C. (GILLAN, 2006), quase sempre a tentativa de definição passa pela questão do problema de agência.

Como bem descrito por Shleifer e Vishny (1997), o problema de agência surge quando há a separação do controle e propriedade nas empresas. Esta separação, muito comum nas economias mais sofisticadas (BORGES; SERRÃO, 2005), faz surgir arranjos contratuais nos quais o proprietário busque mecanismos que façam com que o gestor não aplique mal seus recursos. Ou de modo mais genérico, o problema de agência, neste contexto, surge da dificuldade de arranjos contratuais em que os provedores de recursos (internos e externos) garantam a utilização correta de seus recursos para que não sejam aplicados em projetos não atrativos ou desperdiçados (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Segundo Jensen e Meckling (1976), a corporação é vista como um nexo de contratos, sendo um deles (senão o principal) o contrato entre os provedores de recursos para a entidade (acionistas e credores) e os gestores de tais recursos. No entanto, diante da impossibilidade na determinação *a priori* de todas as possíveis situações decorrentes dos contratos, os provedores de recursos (principal) delegam ao gestor (agente) a tarefa na tomada de decisões quando a situação não se mostrar explícita *ex ante*.

Mas, conforme mencionado por Saito e Silveira (2008), com base no trabalho de Jensen e Meckling (1976), os interesses do agente nem sempre são congruentes com os do principal, o que exige a construção de meios para que tais interesses estejam os mais alinhados possíveis. Entretanto, este alinhamento de interesses consome os chamados “custos de agência”, que nada mais são do que os custos decorrentes da elaboração e monitoramento de contratos entre o agente e o principal, os gastos realizados pelo agente para mostrar seus atos ao agente e as próprias perdas residuais de decisões tomadas pelo agente que não necessariamente maximizem a riqueza do principal (SAITO; SILVEIRA, 2008).

Feitas estas considerações com relação ao problema de agência, pode-se passar à definição de G.C. Por exemplo, Carvalho (2002, p. 19) define G.C. como “um conjunto de

regras que visam minimizar os **problemas de agência**” (grifo do autor). Observa-se aqui a preocupação com a relação de agência, que pode ser tanto entre credores externos e acionistas, como entre acionistas minoritários e majoritários, pois estes podem utilizar seu poder de decisão para expropriar a riqueza daqueles. Todavia, a definição mais geral sobre G.C. dada por Shleifer e Vishny (1997) citada no início deste capítulo atende melhor aos objetivos deste trabalho.

Nesta definição genérica não há qualquer menção ao problema de agência, mas pode-se entender que da relação entre fornecedores de recursos para a corporação (acionistas e credores principalmente) e os seus gestores, sempre há uma relação em que os problemas de agência são potenciais. Visão esta compartilhada por vários estudos posteriores (DENIS; McCONNELL, 2003; GILLAN, 2006; DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2007) e que atendem aos objetivos deste trabalho, qual seja, as decisões pelas fontes de financiamento geram potenciais problemas de agência entre os gestores e provedores de tais recursos e, que por sua vez, conforme lembrado por Williamson (1988) são também mecanismos de governança, pois cada tipo de fonte de financiamento possui um arranjo contratual específico.

Outra decorrência do problema de agência apontada por Borges e Serrão (2005) é o fato de que, diante da separação entre empreendedores e financiadores, surge nesta relação um problema de assimetria de informação, pois os provedores de recursos não têm a mesma informação que os empreendedores acerca da qualidade do projeto.

Na mesma linha de argumentação, Carvalho (2002, p. 20) afirma que: “Os empreendedores possuem muito mais informação sobre o potencial e o desempenho dos projetos do que as partes financiadoras”. Para ele, os problemas informacionais são críticos a ponto de recursos podem fluir de projetos mais produtivos, porém com maior assimetria informacional, para projetos menos produtivos, mas com menor assimetria informacional.

John, Litov e Yeung (2008) analisam a relação entre proteção aos investidores (mensurado pela G.C.) e assunção de riscos em projetos de investimentos pelos gestores. Os autores encontraram evidências empíricas de que, com o aumento da proteção aos investidores (credores e acionistas), há uma melhora no crescimento da firma por meio de decisões que são próximas das ótimas, com menor perda de recursos investidos.

Observa-se, portanto, que a abrangência do conceito de G.C. abrange não somente os problemas de agência entre acionistas majoritários e minoritários. Engloba as relações entre os financiadores e gestores dos recursos nas empresas. E, nesta relação de agência há um potencial problema de assimetria informacional, pois a qualidade na aplicação dos recursos não é comumente conhecida pelo principal e pelo agente.

Feitas estas considerações acerca do problema de agência, base de sustentação dos estudos sobre G.C., segue uma breve explanação do desenvolvimento destes estudos.

2.2 – Evolução dos estudos sobre governança corporativa

Conforme aponta Motta, Silveira e Borges (2006), o assunto referente às boas práticas de governança corporativa (G.C.) não é um assunto novo no ambiente empresarial. Brecht et. al. (2002) mostra que as discussões acerca do tema G.C. advém de questões relacionadas com o ‘governo’ de cidades, estados ou países, sendo que o termo já aparece referenciado em textos de finanças corporativas na década de 1920 (Mead, 1922, citado por Brecht et. al. 2002).

Contudo, deve-se reconhecer que é no trabalho de Berle e Means (1932) que é tratado de forma mais objetiva e abrangente um conceito crucial para as discussões sobre G.C., qual seja, a separação entre propriedade e controle nas modernas corporações. Desde então, prosperam vários estudos sobre o tema e, como apontado por Denis e McConnell (2003), os estudos evoluíram, conforme denotação dos autores, em estágios onde cada qual havia uma preocupação predominante.

Assim, sem fixar datas fixas, os autores identificam que o desenvolvimento das pesquisas sobre G.C. foram, num primeiro momento, direcionados a estudar as implicações sobre a separação entre propriedade e controle apontada por Berle e Means, com destaque para os estudos sobre a composição dos conselhos de administração e diretoria das empresas (HERMALIN; WEISBACH, 2003; BECHT; BOLTON; RÖELL, 2002) e os mecanismos de incentivos dos gestores (CORE; GUAY; LARCKER, 2003). A preocupação com estes temas tinha como objetivo principal a solução dos conflitos de agência¹⁰ resultantes da separação entre propriedade e controle levantados por Berle e Means. Acreditava-se que com a implantação de mecanismos que pudessem limitar a ação dos agentes, como a atuação de conselheiros independentes, e formas de incentivos que alinhassem os interesses dos gestores com os dos acionistas, credores e demais *stakeholders* poderiam ser diminuídos os conflitos de agência na gestão empresarial.

¹⁰ Os problemas de agência e sua relação com a governança corporativa são apresentados na subseção seguinte.

Entretanto, os estudos mostraram que outros aspectos além daqueles internos às empresas exercem influência sobre as práticas de G.C. Nesta linha prosperam estudos que tentavam verificar se estas práticas de G.C. relacionavam-se com o ambiente legal-institucional (GILLAN, 2006), pois acreditava-se que a estruturação e efetividade dos mecanismos de G.C. estarem intimamente ligadas ao meio (institucional e legal) em que estão inseridas (LA PORTA et. al.,1997; LA PORTA; LOPEZ-de-SILANES; SHLEIFER,1998; SHLEIFER; VISHNY, 1997), bem como as implicações desta relação para as formas de financiamento das empresas (LA PORTA et. al.,1997; LA PORTA; LOPEZ-de-SILANES; SHLEIFER,1998; DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2007).

A observação destas características institucionais e legais tem ajudado no entendimento das peculiaridades verificadas em diversos países em temas estritamente ligados a G.C., como a concentração acionária, que podem leva a escolhas de fontes de financiamento por parte das empresas condicionadas ao ambiente legal-institucional em que se inserem (GIBSON, 2003; DENIS; McCONNELL, 2003).

Neste sentido, alguns estudos mostram que, por exemplo, a concentração na estrutura de propriedade observada em países com baixa proteção aos acionistas minoritários serve como meio de contornar o potencial problema de expropriação dos minoritários, pois os acionistas majoritários (agentes) possuem a capacidade de forçar ações por parte dos gestores (principal) que maximizem a riqueza dos acionistas, inclusive os minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-de-SILANES; SHLEIFER, 1997; LA PORTA; LOPEZ-de-SILANES; SHLEIFER,1999). Todavia, esta concentração acionária nem sempre traria consigo o alinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Ressalta-se ainda que, fatores como a baixa proteção aos credores e baixo *enforcement* das leis faria com que, empresas em países com baixa proteção aos credores apresentassem baixo nível de endividamento quando comparado aos países reconhecidamente como de maior força de execução das leis (na maioria dos casos, os estudos tomam como referência o mercado dos Estados Unidos da América).

Vê-se, portanto, que os mecanismos de G.C. são dependentes dos arranjos legais e institucionais dos países e, que por sua vez, podem influenciar os meios pelos quais a empresa utiliza para seu financiamento.

Para suportar tais argumentos, os estudos comparativos internacionais (LA PORTA et. al.,1997; LA PORTA; LOPEZ-de-SILANES; SHLEIFER,1997; LA PORTA; LOPEZ-de-SILANES; SHLEIFER,1999), geralmente, agrupam os países segundo a origem das suas leis

(*common law* and *code law*). Daí então, por meio de indicadores específicos de governança, evidenciam a relação entre os mecanismos de G.C., o ambiente legal-institucional dos países e as formas de financiamento mais utilizadas nestes sendo que, no caso do Brasil, classificado como *code law* (ou descende do direito romano) possui características que o faz apresentar certas estruturas de governança características que são abordadas na seqüência.

2.3 – Governança corporativa no Brasil

Os estudos sobre G.C. no Brasil ganharam maior atenção a partir de meados da década de 1990 com o processo de privatização (SIFERT FILHO, 1998; SILVA, 2002; BORGES; SERRÃO, 2005). Até então, o ambiente corporativo brasileiro estava pouco sujeito aos problemas decorrentes da separação entre propriedade e controle, dada a pouca expressividade do controle acionário compartilhado de grandes empresas, pois a maior parte das grandes empresas era de controle governamental (BORGES; SERRÃO, 2005). Dadas estas características do ambiente empresarial, o ingresso de investimentos externos no mercado acionário era bem restrito, fato este que não suscitava muito interesse pelo estudo dos mecanismos de G.C. no mercado corporativo brasileiro.

A partir do processo de privatização iniciado na década de 1990, com o aumento da participação do capital estrangeiro¹¹, aliado ao maior desenvolvimento do mercado de capitais a partir da estabilização econômica, houve a necessidade de estruturar mecanismos de governança que pudessem satisfazer a nova realidade do mercado corporativo no Brasil (SILVA, 2002).

As principais mudanças ocorridas no ambiente corporativo brasileiro no sentido de aperfeiçoar os mecanismos de G.C. foram determinadas tanto por aspectos legais (alterações da Lei das Sociedades Anônimas, do Código Civil e da nova Lei de Falências) quanto por iniciativas do próprio meio corporativo, tais como: Novo Mercado da Bovespa, códigos de boas práticas de G.C. do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), atuação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) nos investimentos corporativos e regulamentação dos

¹¹ Segundo Borges e Serrão (2005), a participação do capital estrangeiro no grupo das 100 maiores empresas por receita aumentou de 27% em 1990 para cerca de 40% em 1997.

fundos de pensão por meio da resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2829/01 conforme aponta Silva (2002) e Borges e Serrão (2005).

Já quanto aos mecanismos de G.C. e de suas características, os trabalhos apontam diversos atributos. Carvalho (2002), com base no estudo de Shleifer e Vishny (1997) em que foram levantadas as características de G.C. em vários países, mostra que os vários indicadores de proteção aos credores e acionistas, assim como aspectos institucionais no Brasil estão abaixo de outras economias com menor PIB que o brasileiro. Leal e Saito (2003), num levantamento sobre os estudos em G.C. no Brasil concluem que no país há uma forte concentração de controle acionário e alto potencial para expropriação dos acionistas minoritários. Borges e Serrão (2005) confirmam estas conclusões e mostram que, em média, um acionista detém 41% do capital social, enquanto os cinco maiores 62%.

Pelo lado da proteção aos credores, os estudos vão ao encontro das conclusões de Shleifer e Vishny (1997), ou seja, os mecanismos de proteção a estes são considerados incipientes no país quando comparados a países em mesmo grau de desenvolvimento econômico como Índia, África do Sul e Chile, bem como a execução dos fracos mecanismos é considerada baixa (CARVALHO, 2002). Considerações estas encontradas em estudos comparativos internacionais como o de Chong e López-de-Silanes (2007, p. 33), onde os autores concluem que “Despite improvements in recent years, compliance with good practices by boards and avoidance of conflicts of interest remain low in Brazil”.

Ainda, o pouco período de estabilidade econômica com redução gradual das taxas de juros e a baixa participação de bancos privados na concessão de créditos (BORGES; SERRÃO, 2005) contribuíram para o reduzido aprimoramento dos mecanismos de proteção aos credores que promovesse a utilização deste mecanismo de financiamento por parte das empresas com maior intensidade.

De maneira geral, Bertucci, Bernarde e Brandão (2006) concluem que o modelo de G.C. que caracteriza o ambiente brasileiro é o financeiro¹². Segundo este modelo, o foco principal dos mecanismos de governança corporativa seria a redução dos conflitos entre proprietários e administradores, modelo este que embasa o trabalho de Jensen e Meckling (1976). Assim, os mecanismos de governança teriam que garantir aos proprietários a não expropriação de riqueza por parte dos administradores, com alinhamento de interesses e retorno do capital investido.

¹² Para uma abordagem mais sintética sobre os modelos de governança ver Bertucci; Bernardes e Brandão (2006).

Feitas estas considerações acerca dos estudos sobre G.C. no Brasil, segue uma breve análise da relação entre estrutura de capital e G.C. contemplada pela literatura.

2.4 – A relação entre governança corporativa e as decisões de financiamento das empresas

Nesta seção, até este ponto, foram apresentadas as discussões e desenvolvimentos recentes sobre G.C. sem, contudo, fazer uma relação direta sobre o tema com a forma de financiamento das empresas. Nesta subseção será mostrada de maneira breve esta relação, sendo que ela nem sempre é de forma direta.

Williamson (1988, p. 1) afirma que: “Debt and equity are treated not mainly as alternative financial instruments, but rather as alternative governance structures”. Neste estudo, o autor analisa as implicações da utilização dos mecanismos de financiamento e as estruturas de governança das corporações à luz de várias teorias que embasam as discussões sobre governança (inclusive a teoria de agência) e de estrutura de capital. Como resultado, o autor propõe que os estudos sobre as formas de financiamento das corporações precisam olhar de forma mais profunda as implicações dos mecanismos de governança subjacente a cada forma de financiamento.

Na mesma linha de raciocínio, La Porta et. al. (1997) encontram evidências da relação entre o ambiente legal e as formas de financiamento das empresas. Em estudos comparativos entre países, foram também encontradas evidências de que as diferenças na proteção legal aos investidores ajudam a explicar as diferentes formas de financiamento entre os países (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1998; DENIS; McCONNELL, 2003; DOIDGE; KAROLYI; STULZ, 2007).

Leal e Saito (2003, p. 5) argumentam que: “As práticas de governança no Brasil, decorrentes do nosso ambiente legal, têm conseqüências importantes na forma de financiamento das empresas”. Ou seja, vê-se que não somente as práticas de governança influenciam diretamente a estrutura de capital das empresas brasileiras, mas também os mecanismos legais e o ambiente institucional, pois como discutido anteriormente, afetam de forma indireta a forma e a escolha da fonte de financiamento, por meio da G.C.

Entretanto, apesar de haver suporte teórico para a relação entre estrutura de capital e G.C., ainda há poucos estudos que buscam determinar empiricamente a magnitude e

significância desta relação (SILVA, 2004; CICOGNA, 2007; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008). Geralmente, os estudos procuram analisar como alguns aspectos de controle acionário (MEHRAN, 1992) e composição de conselhos de administração (BYERS, FIELDS; FRASER, 2008) possam influenciar as formas de financiamento das corporações.

Procianoy e Schnorrenberger (2004) verificam de forma indireta a relação entre G.C. e estrutura de capital, pois analisaram a influência da estrutura de controle acionário das companhias brasileiras, uma das dimensões da G.C., na decisão de financiamento das empresas de capital aberto no país. Seus resultados mostram que uma maior concentração acionária está ligada a um menor endividamento, mas não afirma que tais resultados provêm de problemas de agência, e sim do risco financeiro percebido pelos maiores acionistas que associam a empresa à sua riqueza própria. Todavia, o método aplicado pelos autores não levou em consideração a possível relação de causalidade reversa entre concentração acionária e estrutura de capital, tal como levantado por Williamson (1988).

Silva (2004) analisou também a influência, dentre outras coisas, da G.C. na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa e encontrou relação significativa entre as estrutura de propriedade e decisões de financiamento das empresas, mas também sem considerar os problemas de endogeneidade.

Somente mais recentemente que Silveira, Perobelli e Barros (2008) consideram o problema de causalidade reversa entre estrutura de capital e G.C. Neste estudo, os autores, por meio de vários indicadores de governança corporativa, encontraram evidências significativas da relação entre alavancagem e práticas de governança e sustentam a hipótese de que melhores níveis de governança corporativa estariam associados à menor influência de problemas de seleção adversa e, portanto, maior capacidade de emissão de títulos mais sensíveis como ações.

Com a utilização dos argumentos de problemas de agência levantados por Jensen e Meckling (1976), porém com argumentação diferente, Jirapon e Gleason (2007) encontram evidência da hipótese de que o endividamento reduz os problemas de agência e, portanto, firmas com fracos mecanismos de proteção aos acionistas (ou seja, fracos mecanismos de G.C.) apresentam maior alavancagem para mitigar os problemas de agência.

Conclui-se dos estudos apresentados que há evidências teóricas e empíricas da relação entre os mecanismos de governança corporativa e a estrutura das corporações. Contudo, nem sempre os estudos levam em consideração a possível relação de causalidade reversa entre estes fatores, tal qual levantado por Williamson (1988), Zingales (2000) e Gillan (2006). Aliás, este último autor menciona que a pesquisa empírica em G.C. tem aumentado sob fortes

ataques de críticas quanto aos problemas de endogeneidade e propõe que os pesquisadores em temas dessa área “must continue to be careful with their experimental design particularly with regard to issues of endogeneity and omitted variable biases” (GILLAN, 2006, p. 396).

Desta maneira, a partir da consideração dos trabalhos apresentados, este estudo propõe a estudar o efeito da G.C. na estrutura de capital das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa e, com isso, prover o leitor de evidências mais robustas acerca do papel da G.C. nas decisões de financiamento das empresas. Resumidamente, a pergunta básica que o trabalho procura responder é: empresas com melhores práticas de G.C. possuem maiores níveis de endividamento? Ou, de outra forma: níveis diferenciados de G.C. alteram a estrutura de financiamento das empresas?

Com a utilização de uma amostra previamente definida e com a aplicação de um método estatístico em variáveis referenciadas em trabalhos sobre o tema, este trabalho buscará responder a estas questões.

3 – FONTE DE DADOS, MÉTODO ESTATÍSTICO E CONSTRUÇÃO DAS VARIÁVEIS

3.1-Fonte de Dados

A amostra deste estudo é composta por um conjunto de empresas com ações negociadas na Bovespa, em que os dados foram obtidos por meio da base de dados do sistema Economática. Foram escolhidas empresas não financeiras (exclusão de bancos, seguradoras e outros agentes financeiros) que tinham suas informações disponíveis para o período de 2003 a 2008 que não apresentavam patrimônio líquido negativo neste período e possuíam dados que não prejudicassem a construção da variável endividamento que será comentada a seguir.

A escolha deste período de análise é motivada pela tentativa de evitar os possíveis efeitos cambiais da maxidesvalorização do início 1999 e do movimento das taxas de juros no período pré-eleitoral no ano de 2002 no endividamento das empresas da amostra.

Após estas filtrações, restaram 87 empresas na amostra, contudo, sem haver a totalidade de todos os dados para cada unidade da amostra disponível para cada ano. Esta indisponibilidade de dados para todos os anos para cada empresa deve-se ao fato de que alguns dados financeiros não serem calculados para todas as empresas, como o seu risco (mensurado pelo beta da ação).

Todavia, apesar de a amostra representar apenas um quinto do total de empresas da Bovespa, ela representa cerca de 70% da capitalização da bolsa, pois inclui as empresas mais representativas dos diversos setores. Abaixo segue o quadro representativo das empresas da amostra e seu respectivo setor conforme a classificação da Economática. A denominação da empresa esta conforme o seu respectivo nome de negociação em bolsa, sendo que a denominação de seu estatuto social pode diferir da representada na tabela 1.

Tabela 1 – Empresas da Amostra	
521 Participações	Forjas Taurus
Aços Villares	Fras-Le
AES Tiête	Gafisa
AG Concessões	Geração Paranapanema
Alfa Consórcios	Gerdau
Alfa Holding	Gerdau Metalúrgica
América Latina Logística	Globex
Alpargatas	Grendene
Ambev	Indústrias Cataguazes
Bahema	Indústrias Romi
Bandeirante Energia	Iosch-Maxion
Baumer	Itautec
Bradespar	Josapar
Caraíba Metalúrgica	LF Tel
Casan	Lojas Americanas
CCR Rodovias	M. Diasbranco
Ceg	Marcopolo
Celesc	Marisol
Celpa	Metalúrgica Duque
Celpe	Metal Leve
Cemig	Metisa
Coelba	Nadir Figueiredo
Coelce	Natura
Comgas	Neoenergia
Confab	Panatlantica
Copasa	Part. Al. Bahia
Copel	Paulista Força e Luz
Cosern	Petrobras
CPFL Geração	Randon Participações
CPFL Piratininga	Sabesp
Cyrela	Sanepar
Dixit Toga	Saraiva Livraria
Duratex	Siderúrgica Nacional (CSN)
Ecorodovias	Tecnosolo
Elekeiroz	Telemar
Elektro	Telemar NL
Eletrobras	Telesp
Eletropaulo	Tractebel
Embraer	Transmissão Paulista
Energias Br	Ultrapar
Energisa	Usiminas
Ecelsa	Vale
Eternit	Weg
Fibam	

Observa-se que a composição da amostra é bem heterogênea quanto aos setores, bem como possui empresas que são bem representativas de seu setor, como Gerdau e CSN no segmento siderurgia e Telemar e Telesp no segmento de telecomunicações, além de empresas com os maiores índices de negociação na bolsa de suas ações, como Vale e Petrobrás. Espera-

se assim que a amostra represente bem as companhias brasileiras com ações negociadas na Bovespa.

3.2 – Construção das variáveis objetos de estudo

3.2.1 – Variáveis de endividamento

As variáveis dependentes deste trabalho são aquelas relacionadas com o nível de endividamento das empresas da amostra. Tais variáveis são geralmente definidas na literatura como o total de dívidas sobre o valor do ativo (TITMAN; WESSELS, 1988; RAJAN; ZINGLES, 1995; FAMA; FRENCH, 2005). Seguindo o trabalho de Valle (2008), serão separados endividamento total de endividamento de curto e longo prazo. Assim, as variáveis deste estudo são:

$$DIV_t = \frac{FinancCP + DebenCP + FinancLP + DebenLP}{A}, \text{ para endividamento total;}$$

$$DIV_{cp} = \frac{FinancCP + DebenCP}{A}, \text{ para endividamento de curto prazo;}$$

$$DIV_{lp} = \frac{FinancLP + DebenLP}{A}, \text{ para endividamento de longo prazo.}$$

Os termos $FinancCP$, $DebenCP$, $FinancLP$, $DebenLP$ referem-se aos valores da conta financiamento e debêntures de curto e longo prazo respectivamente. O denominador A representa o valor total dos ativos da empresa.

Nota-se que estas medidas de endividamento retratam valores contábeis de balanço, portanto, adicionalmente, é considerada a medida de alavancagem a valor de mercado proposta por Kayhan e Titman (2007), que é dada por:

$$DIVm = \frac{DIVt}{(A - PL + Vm)}, \text{ em que:}$$

$DIVm$ é a alavancagem (ou endividamento) a valor de mercado, PL é o valor contábil do patrimônio líquido e Vm é o valor de mercado do patrimônio líquido fornecido pelo sistema Económica, sendo que as demais variáveis foram definidas anteriormente.

Estas diversas *proxies* para endividamento buscam verificar se há alteração significativa a depender da medida utilizada.

3.2.2 – Variáveis independentes clássicas

As variáveis independentes aqui utilizadas são as que, segundo a literatura, mostram a capacidade de explicar a estrutura de financiamento das empresas tal como previsto nos modelos teóricos. Assim, as variáveis utilizadas nada mais do que *proxies* para os modelos propostos e, portanto, não retratam exatamente o elemento que se busca mensurar, mas são boas aproximações destes elementos (ZINGALES, 2000). Reconhecida estas limitações, as variáveis independentes aqui utilizadas foram:

1) Rentabilidade: de acordo com o apresentado seção 1 deste trabalho, a *Tradeoff Theory* prevê uma relação positiva entre rentabilidade e endividamento, pois com maiores lucros haveria maior benefício fiscal da dívida. Já a *Pecking Order Theory* prevê uma relação negativa entre endividamento e rentabilidade pois, seria esperado que quanto maior a rentabilidade, menor o endividamento, pois a empresa utilizaria estes recursos internos para financiar seus investimentos, amenizando assim os problemas de assimetria informacional (MYERS; MAJLUF, 1984).

Já as teorias baseadas nos problemas de agência argumentam também pela relação positiva entre endividamento e rentabilidade, além de que o prazo de maturidade das dívidas poderia auxiliar na redução dos problemas de assimetria informacional como descrito na seção 1. Assim, como *proxy* de rentabilidade foram utilizadas a seguintes variáveis:

$$\text{RENT1} = \frac{\text{Laj}}{A};$$

$$\text{RENT2} = \frac{\text{EBITDA}}{A}$$

em que *Laj* é o lucro antes dos juros, e é dado por $\text{LL} + \text{juros} - \text{juros} \times 0,34$ e EBITDA é igual a $\text{Laj} + \text{IR} + \text{CS} + \text{juros} \times 0,34 + \text{deprec.}$

A nomenclatura é dada por: LL é o lucro líquido; IR é o imposto de renda do período; CS é a contribuição social sobre o lucro líquido do período; deprec representa a soma das contas de depreciação, amortização e exaustão, sendo que 0,34 é a alíquota do imposto de renda corporativo médio no Brasil segundo alguns trabalhos (Assaf, 2006; Valle, 2008).

2) Tamanho: segundo a teoria de agência, empresas maiores estão mais sujeitas a mecanismos de controle (como auditorias, necessidade de publicação de relatórios), além de que empresas com mais ativos que podem ser dados como garantias estão menos sujeitas aos problemas de agência (STOHS ; MAUER, 1996). Além disso, Titman e Wessels (1988) argumentam que firmas maiores, por serem mais diversificadas, apresentam menor volatilidade em seus resultados e podem assim sere mais alavancadas. Para tentar capturar este efeito, foram definidas duas variáveis (*Tam1* e *Tam2*):

$$\text{TAM1} = \text{Ln}(\text{Ativo}), \text{ e}$$

$$\text{TAM2} = \text{Ln}(\text{Vendas})$$

Em que são representadas pelo logaritmo natural das vendas líquidas (*V*) e do total dos ativos (*A*), respectivamente.

3) Tangibilidade dos ativos: de acordo com a teoria de agência, empresas com ativos que podem ser dados como garantia de empréstimos podem ter os problemas de agência amenizados (TITMAN, WESSELS, 1988), pois estes ativos podem servir como colateral dos empréstimos (RAJAN; ZINGALES, 1995). Para tentar medir este atributo, foram construídas duas variáveis (*Tg1* e *Tg2*):

$$TG1 = \frac{IL - RReav}{A}, e$$

$$TG2 = \frac{IL - RReav + Est}{A}$$

Em que IL é valor contábil do imobilizado líquido, $RReav$ é o valor da conta reserva de reavaliação, Est é o valor dos estoques e A é o ativo total.

4) Intangibilidade (oportunidades de crescimento): segundo a teoria de agência, empresas com maiores oportunidades de crescimento estão mais sujeitas aos problemas de agência, pois os acionistas podem optar em projetos arriscados que expropriam riqueza dos credores (LELAND, 1998). Desta maneira, é esperado que empresas com maiores oportunidades de crescimento apresentem maior nível de endividamento para tentar minimizar estes problemas de agência. Para mensurar este atributo foi construída a seguinte variável, utilizadas em trabalhos anteriores (ITG1 em Albanez e Valle (2009) e ITG2 por Rajan e Zingales (1995)):

$$ITG1 = \frac{PAm}{PAc} e$$

$$ITG2 = \frac{A + Vm - PL}{A}$$

Em que PAm e PAc representam o valor de mercado e contábil médio anual das ações preferenciais da empresa. O restante das variáveis já foi definido anteriormente

5) Impostos e benefícios fiscais não advindos do endividamento: o endividamento proporciona de forma direta o benefício fiscal de dedução do valor do lucro a ser tributado, já apontado nos trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963). Assim, empresas mais lucrativas aumentariam o endividamento pois, aumentaria a possibilidade de abatimento dos juros no lucro tributável. Para tentar captar os efeitos dos impostos, foram construídas duas variáveis ($IMP1$ e $IMP2$):

$$IMP1 = \frac{IR}{LAIR}, e$$

$$IMP2 = \frac{IR + IRdifer}{LAIR}$$

Em que IR é o imposto de renda do período, $LAIR$ é o lucro antes do imposto de renda e $IRdifer$ é o imposto de renda diferido.

Adicionalmente, foi considerada uma *proxy* para os benefícios fiscais não provenientes do endividamento ($BNdiv$) conforme mostrado por DeAngelo e Masulis (1980). Segundo os autores, as empresas com benefícios fiscais não advindos das dívidas (como depreciação, amortização e exaustão) escolheriam níveis de endividamento que são negativamente relacionados com estes benefícios, pois estes (benefícios) fariam o papel das dívidas na redução do lucro tributável. Neste trabalho, foi construída uma variável para captar tal efeito, definida como:

$$BNdiv = \frac{Deprec + Amort + Exaus}{A}$$

Em que $Deprec + Amort + Exaus$ é a soma da depreciação, amortização e exaustão fornecidos pelo sistema Económica e A é o ativo total.

6) Risco: tanto a *Tradeoff Theory* quanto as teorias baseadas nos problemas de agência argumentam que a elevação do endividamento deveria ser feita até o ponto em que seus benefícios (fiscais para uma e de redução dos problemas de agência para outra) marginais igualassem ao custos marginais. Isto pelo fato de a partir de certo nível de endividamento, aumentariam os riscos de *default* da empresa. Na tentativa de considerar estes efeitos, foram construídas duas variáveis relacionadas ao risco (Risco1 e Risco2):

$$Risco1 = \text{Desvio Padrão} \left(\frac{Lajir}{A} \right)$$

$$\text{Risco2} = \frac{\text{Beta}}{1 + (1 - 0,34) \times \frac{\text{PO}}{\text{PL}}}$$

Em que Beta é o valor do beta da ação da empresa dado pelo banco de dados Economatica e PO representa o passivo oneroso da empresa. Todas as demais variáveis foram definidas anteriormente. Tais variáveis para representar o risco foram utilizadas em trabalhos anteriores, tais como Booth et. al. (2001), Barros e Silveira (2008) e Albanez e Valle (2009).

7) **Dummy tempo**: como proposto pelos trabalhos de Korajczyk e Levy (2003) e Levy e Hannessy (2007), foram incluídas variáveis *dummies* de ano que captassem efeitos temporais sobre a estrutura de capital das empresas. Tais trabalhos mostram que os efeitos temporais das condições macroeconômicas podem afetar a escolha pelas formas de financiamento.

3.2.3 – Variáveis relacionadas com G.C.

Além das variáveis clássicas consideradas apresentadas na subseção anterior, este trabalho também utilizou algumas variáveis independentes que possam representar os efeitos da G.C. na estrutura de capital das empresas. Tais atributos foram assim representados:

1) **Gov1**: como apontado por alguns autores (SHEIFLER; VISHNY, 1997; SIVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), a governança corporativa envolve várias dimensões, sendo que cada uma representa um conjunto de atributos. Assim, seguindo parcialmente a metodologia de Cicogna (2007), optou-se pela utilização de um indicador que retrate de modo sintético estas dimensões. O indicador escolhido foi uma variável *dummy* que assume valor igual a um se a empresa é listada em alguns dos segmentos diferenciados de governança corporativa da BOVESPA.

2) **Gov2**: Um outro indicador utilizado por alguns trabalhos (SILVEIRA; PEROBELLI e BARROS, 2008; ALBANEZ e VALLE, 2009) é a listagem da empresa na

emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs). Os ADRs são papéis de empresas estrangeiras negociados na NYSE (Bolsa de Valores de Nova Iorque) garantidas por um banco local (norte-americano). No entanto, estas empresas que desejam acessar o mercado norte-americano para obtenção de mais fonte de recursos devem seguir um maior nível de exigência de divulgação de informações financeiras e cumprir exigências de governança corporativa do mercado norte-americano, considerado por alguns trabalhos (SHEIFLER; VISHNY, 1997; LA PORTA; LOPEZ-de-SILANES; SHLEIFER, 1998) o de maior proteção aos provedores de recursos para as empresas (credores e acionistas). Assim, foi construída uma variável dummy com valor igual a um se a empresa emite ADRs e igual a zero caso contrário.

3) Gov3: como sugerido por Albanez e Valle (2009) como base no trabalho de Bharat, Pasquariello e Wu (2006), empresas com maior assimetria de informação apresentam menor intensidade dos negócios das suas ações, favorecendo assim a contração de endividamento ao invés da emissão de ações.

Assim, foi escolhida a variável intensidade dos negócios (*intensi*) calculado pelo banco de dados Económica como proxy para G.C. Esta variável é calculada pelo banco de dados da seguinte forma: $intensi = \text{quantidade de negócios} / \text{quantidade de títulos da empresa}$.

Vale ressaltar que alguns trabalhos (SILVEIRA; BARROS e FAMÁ, 2006; SILVEIRA; PEROBELLI e BARROS, 2008; BARBEDO; SILVA e LEAL, 2009) utilizaram indicadores de governança semelhantes aos aqui propostos e consideraram os mesmos bem representativos da qualidade da G.C. das empresas com ações na Bovespa.

3.2.4 – O método estatístico: análise em painel

Neste trabalho será aplicada a técnica de análise em painel para a estimação dos parâmetros de interesse na equação que relaciona o nível de endividamento e as variáveis independentes propostas, inclusive as variáveis de interesse, ou seja, aquelas relacionadas com a assimetria de informação.

A motivação pela adoção deste método está na capacidade deste tipo de técnica em controlar a heterogeneidade individual e as variáveis omitidas (WOOLDRIDGE, 2002). Dessa maneira, assume-se que as características idiossincráticas das empresas que compõem a

amostra podem influenciar as estimativas dos parâmetros e que estas características individuais nem sempre estão presente nos modelos, pois são de difícil mensuração ou impossíveis de serem obtidas.

Greene (2003, p. 283) também enfatiza o papel da heterogeneidade na análise em painel: “**Heterogeneity** across units is an intergral part – indeed, often the central focus – of the analysis” (grifo do autor). O mesmo autor acrescenta ainda que a principal vantagem da técnica em painel está em permitir ao pesquisador maior capacidade para trabalhar as características peculiares de cada indivíduo da amostra.

Baltagi (2005), além de apontar (o controle da) a heterogeneidade como uma das vantagens da análise em painel, lista também outros benefícios pela utilização das técnicas de análise em painel. Um deles seria a capacidade da técnica em painel para fornecer uma maior quantidade de informação, pois cada indivíduo (empresa) é uma unidade de análise com múltiplas informações que, neste trabalho, são os dados referentes aos determinantes da estrutura de capital das empresas que compõem a amostra em cada ano. Esta maior quantidade de informações inclusa na análise reduz a colinearidade entre as variáveis que são utilizadas, devido à variabilidade das informações, bem como aumenta os graus de liberdade para os testes de adequação e validade estatística do modelo, melhorando a eficiência das estimativas dos parâmetros.

Além disso, uma consequência do uso de unidades de análise com múltiplas informações é a redução dos vieses resultantes da agregação de empresas em um único bloco de análise (BALTAGI, 2005), assim como é capaz de identificar e medir características que não geralmente captadas por técnicas puramente de *cross-section* ou de séries temporais¹³.

No entanto, apesar dessas vantagens, a análise em painel exige que o pesquisador que a utiliza atente para algumas limitações desta técnica (BALTAGI, 2005). O primeiro deles está relacionado com a coleta de dados, como falta de informações, distorções e erros de mensuração destas, pois os dados podem não estar disponíveis, ou mesmo, quando estão, foram construídos de forma a não medir o que realmente busca-se representar por ele.

Outro potencial problema está relacionado com a seletividade, pois os indivíduos da amostra podem escolher não participar da amostra, o que reduz as informações disponíveis para a estimação. Além disso, outro fator que pode determinar a capacidade de estimação nos modelos em painel é a dimensão temporal dos dados analisados, pois os estimadores

¹³ Para uma discussão introdutória sobre as técnicas de *cross-section* e de séries temporais ver Greene (2003).

utilizados fiam-se em propriedades assintóticas (válidos para grandes amostras) para terem assegurada a sua eficiência.

Por fim, porém não menos importante, há o problema de dependência em *cross-section* (Baltagi, 2005). Neste caso, o pesquisador deve-se atentar para o fato de que, além da possibilidade, como lembrado por Wooldridge (2003), de correlação entre os dados de uma unidade de análise ao longo do tempo (estrutura temporal do painel), há a possibilidade de correlação entre as unidades de análise (estrutura *cross-section* do painel) e, portanto, há necessidade de uso de técnicas estatísticas capazes de fornecer resultados robustos para as estimativas.

Para tentar minimizar estes problemas, o trabalho busca utilizar técnicas que forneçam estimativas consistentes e eficientes dos parâmetros. Com este propósito, seguem-se técnicas de estimação em painel comumente utilizada pela literatura especializada, com as implicações da utilização de cada técnica. Já os testes com relação à estimação dos parâmetros e especificações dos modelos serão apresentados na seção resultados, pois espera-se assim que o leitor possa comparar tais testes com os resultados obtidos.

De maneira bem genérica, a análise em painel é um tipo de análise de regressão múltipla em que há duas ou mais variáveis independentes que tentam explicar o comportamento da variável dependente, em que são consideradas a dimensão *cross-section* e a temporal da amostra. A estrutura básica do modelo é dada por (GREENE, 2003):

$$y_{i,t} = x'_{i,t}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Neste modelo básico tem-se a variável dependente y_{it} para cada elemento da amostra (i) ao longo do tempo, o vetor x_{it} de dimensão $1 \times K$ de variáveis independentes (ou explicativas), o vetor dos coeficientes β de dimensão $K \times 1$, características individuais de cada empresa invariantes no tempo denotado por α_i e os erros idiossincráticos denotados por ε_{it} . Os subscritos “i” e “t”, neste trabalho, identificam a empresa e o ano da observação respectivamente, sendo que $i = 1, 2, 3, \dots, N$ e $t = 1, 2, 3, \dots, T$, onde N é o número de empresas e T o horizonte temporal da amostra.

Neste modelo, as variáveis y e x podem ser diferentes ao longo do tempo, mas iguais entre as empresas, bem como podem ser invariantes no tempo e diferentes entre as empresas. Mas note que, α_i apresenta somente a indexação com relação à empresa, ou seja, é constante

ao longo do tempo, denotado por Wooldridge (2002) como um componente ou heterogeneidade não observável. Tal heterogeneidade pode ser devida às características individuais da empresa que não são diretamente observáveis ou estão omitidas. Caso α_i fosse observável para todos os indivíduos, a estimação dos parâmetros do modelo poderia ser obtida pela aplicação direta do método dos mínimos quadrados¹⁴.

Dois métodos de estimação da equação (1) comumente utilizados nos trabalhos sobre estrutura de capital tanto nacionais (MARTIN et. al, 2005; SILVEIRA; PEROBELLI E BARROS, 2008; ALBANEZ e VALLE, 2009) quanto internacionais (MIGUEL e PINDADO, 2001; KAYHAN e TITMAN, 2007) são as estimações por efeitos fixos e por efeitos aleatórios.

O modelo de efeitos fixos (EF) considera, em sua estrutura de estimação, que a heterogeneidade não observada (neste trabalho, as características específicas de cada empresa) possa estar correlacionada com as variáveis independentes. Assim, considere novamente o modelo genérico dado por (1):

$$y_{i,t} = x'_{i,t}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$$

em que, novamente, y_{it} é um vetor de variáveis dependentes (neste estudo, o endividamento da empresa), x'_{it} é uma matriz de dimensão NT x K, β é um vetor de parâmetros de dimensão K x 1; α_i é uma característica individual não observável da empresa e ε_{it} é uma matriz de erros aleatórios. $i = 1, 2, 3, \dots, N$; $t = 1, 2, 3, \dots, T$ e K é o número de parâmetros do modelo com a condição de $K < N \times T$.

O modelo de EF permite que α_i e x_{it} na equação (1) estejam correlacionados, ou seja:

$$E(\alpha_i | x_i) \neq E(\alpha_i) \quad (2)$$

Esta possibilidade de relação entre a heterogeneidade da empresa e as variáveis dependentes faz com que as estimativas por MQO sejam inconsistentes e viesadas pela utilização desse estimador diretamente na equação (1). Para lidar com esses problemas, geralmente são utilizadas algumas transformações para que sejam obtidos estimadores consistentes e não viesados dos parâmetros da equação (1).

¹⁴ Para uma introdução ao método dos mínimos quadrados ver Hoffmann (2006).

Uma transformação comumente utilizada para expurgar os efeitos das características não observáveis é feito por meio da diferenciação da equação (1). Para tanto, considere a equação (1) defasada de um período:

$$y_{i,t-1} = x'_{i,t-1}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{i,t-1} \quad (3)$$

onde as variáveis têm as mesmas definições da equação (1), com exceção pelo fato de estarem defasadas em um período. Como α_i é constante ao longo do tempo¹⁵, a subtração da equação (3) na equação (1) resulta em:

$$\Delta y_{i,t} = \Delta x'_{i,t}\beta + \Delta \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Vê-se, portanto, que a característica individual da empresa foi “extraída” do modelo e, sob a suposição de exogeneidade estrita expressa na equação abaixo:

$$\text{Cov}(x_{i,t}, \varepsilon_{i,s}) = 0 \quad (5)$$

Com $s = 1, 2, 3, \dots, T$ e para $\forall s$ e t , a aplicação direta de MQO na equação (4) produz estimativas consistentes dos parâmetros do modelo sob a suposição de homocedasticidade dos erros na expressão (4). Caso esta última suposição não se verifique, pode-se ainda utilizar os métodos de correção tal como proposto por Newey e West (1987) e Petersen (2009).

O estimador de primeira diferença, sob as suposições comentadas, é dado por:

$$\hat{\beta}_{PD} = \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \Delta x'_{it} \Delta x_{it} \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \Delta x'_{it} \Delta y_{it} \right) \quad (6)$$

Ou seja, a estimativa é dada pela simples aplicação de MQO de Δy_{it} em Δx_{it} . Entretanto, quando há violação dessas suposições, deve-se utilizar outros estimadores que atendam aos critérios de consistência e não-tendenciosidade.

¹⁵ Como aponta Greene (2005), α_i deve ser constante, porém não há necessidade de ser não-estocástico.

Outra transformação comumente utilizado nas análises em painel (WOOLDRIDGE, 2003) é a de efeitos fixos intra-grupos (*within*), em que são analisadas as variações em relação a média do grupo. Para tanto, considere:

$$\bar{y}_i = \bar{x}_i' \beta + \alpha_i + \bar{\varepsilon}_i \quad (7)$$

Em que $\bar{y}_i = T^{-1} \sum_{t=1}^T y_{it}$, $\bar{x}_i = T^{-1} \sum_{t=1}^T x_{it}$ e $\bar{\varepsilon}_i = T^{-1} \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}$. O estimador intra-grupos é obtido quando da subtração da equação (6) na equação (1), o que faz resultar em:

$$\ddot{y}_{it} = \ddot{x}_{it}' \beta + \ddot{\varepsilon}_{it} \quad (8)$$

Em que $\ddot{y}_{it} = y_{it} - \bar{y}_i$, $\ddot{x}_{it} = x_{it} - \bar{x}_i$ e $\ddot{\varepsilon}_{it} = \varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i$. A aplicação de MQO na equação (8), sob a suposição de exogeneidade estrita (ou seja, os erros $\varepsilon_{i,t}$ não podem estar correlacionados com qualquer variável independente em qualquer momento do tempo) e de outras adicionais¹⁶, produz estimativas consistentes dos parâmetros, e o estimador é dado por:

$$\hat{\beta}_{EF} = \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \ddot{x}_{it}' \ddot{x}_{it} \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \ddot{x}_{it}' \ddot{y}_{it} \right) \quad (9)$$

Pela análise da equação (8), observa-se que o estimador de EF intra-grupos busca explicar as variações dentro de cada *cross-section* que, neste trabalho, refere-se às diferenças nos níveis de endividamento de cada firma em relação à média ao longo do tempo.

Há também os estimadores de efeitos fixos do tipo inter-grupos (*between*), que buscam explicar as variações entre as médias de cada *cross-section* que, sob certas suposições, é obtido pela aplicação de MQO na equação (8) e é dado por:

$$\hat{\beta}_{FE-B} = \left(\sum_{i=1}^N \overline{x_i' x_i} \right) \left(\sum_{i=1}^N \overline{x_i y_i} \right) \quad (10)$$

¹⁶ Para uma breve descrição dessas suposições, ver Wooldridge (2004). Uma discussão mais extensa é feita em Wooldridge (2002).

Já o estimador de efeitos aleatórios (EA) produz estimativas consistentes dos parâmetros, mesmo que α_i não seja fixo ao longo do tempo, no entanto, as características individuais das empresas α_i é, por suposição, não correlacionada com as variáveis independentes, como mostrado na seguinte equação:

$$E(\alpha_i | x_i) = E(\alpha_i) \quad (11)$$

o estimador de EA considera, então, a seguinte relação funcional:

$$y_{it} = x_{it}'\beta + v_{it} \quad (12)$$

Em que y_{it} , x_{it}' e β são definidos da mesma maneira do modelo de efeitos fixos e $v_{i,t} = \alpha_i + \varepsilon_{i,t}$, geralmente chamado de erro composto. Observa-se então que a heterogeneidade da empresa foi somada ao resíduo do modelo, o que resultou em um componente de erro composto. Com isso, a estimação do modelo precisa levar em conta que o componente de erro composto é autocorrelacionado devido a sua parcela α_i que pode ser constante ao longo do tempo.

Para amenizar tal problema, uma técnica bastante utilizada (WOOLDRIDGE, 2002) é a estimação por mínimos quadrados generalizados (MQG), que nada mais é que uma correção pela presença de α_i no erro composto. Com essa correção, o modelo de efeitos aleatórios apresenta a seguinte estrutura:

$$y_{i,t} - \lambda \bar{y}_i = (x_{i,t} - \lambda x_i)' \beta + (v_{i,t} - \lambda v_{i,t}) \quad (13)$$

Em que $\lambda = 1 - \frac{\sigma_\varepsilon^2}{\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\alpha^2}$, $\sigma_\varepsilon^2 = \text{Var}(\varepsilon_i)$ e , onde $\text{Var}(\cdot)$ denota o operador de variância. Verifica-se portanto que a estimação por MQG da equação (12) irá produzir estimativas entre aquelas dadas pelo modelo de EF na transformação intra-grupos à medida que λ aproxima-se de 1 e estimativas do tipo “pooled” OLS quando λ aproxima-se de 0.

Vê-se, portanto, que as técnicas de estimação por EF ou EA são capazes de lidar com os limitações dos estudos em painel a fim de controlar pela heterogeneidade não observável e variáveis omitidas. Entretanto, uma hipótese crucial destes modelos é a condição de

ortogonalidade expressa em (5), nem sempre (para não dizer dificilmente) sustentável nos estudos em painéis financeiros (STREBULAEV, 2007; PETERSEN, 2009).

No entanto, como aponta o trabalho de Silveira, Perobelli e Barros (2008), há a possibilidade de quebra da suposição (5) e a possível causalidade de mão dupla (endogeneidade) em que a eficiência dos mecanismos de governança corporativa pode influenciar a política de financiamento das empresas uma vez que a qualidade da governança adotada poderá contribuir para a preferência por uma forma de financiamento em relação às outras. De outra maneira, a estrutura financeira pode exercer sobre os mecanismos de governança corporativa em decorrência dos problemas de agência e dos contratos nos quais a empresa está empenhada. E, por sua vez, os mecanismos de governança corporativa podem influenciar a escolha pela fonte de financiamento lembrado por trabalhos anteriores

Nota-se com isso que, os potenciais problemas de endogeneidade podem afetar as conclusões dos estudos, uma vez que altera os resultados das estimativas em que as conclusões estão baseadas.

Para lidar com tais problemas, BAUM (2006) propõem a utilização do método das variáveis instrumentais com a utilização de estimadores de mínimos quadrados em dois estágios (2SLS – *two-stage least squares*). Wooldridge (2002) além de propor a utilização do 2SLS, também sugere um estimador de maior eficiência quando da presença de endogeneidade, denotado por mínimos quadrados em três estágios (3SLS – *three-stage least squares*).

No entanto, tanto os estimadores em 2SLS quanto em 3SLS nada mais são que casos especiais dos estimadores dos métodos dos momentos generalizados (GMM – *Generalized Method of Moments*) conforme apontado por Baum (2006) e Wooldridge (2002). Desta maneira, a fim de permitir um entendimento claro e objetivo do assunto no contexto deste trabalho, na próxima subseção será exposto de forma sucinta o método das variáveis instrumentais no contexto do problema de endogeneidade, sendo que uma abordagem mais extensiva será dada na subseção seguinte, em que serão descritos os estimadores GMM, uma classe de estimadores mais geral como já apontado.

Vale ressaltar que o problema da endogeneidade tem ganhado destaque tanto nos estudos sobre estrutura de capital internacionais (BAUM; STHEPHAN; TALAVERA, 2007; STREBULAEV, 2007), quanto nacionais (TERRA, 2003; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), apesar de que no último tipo os avanços na consideração da simultaneidade da determinação entre as variáveis do estudo ainda são tímidos.

A não consideração da endogeneidade no estudo sobre estruturas de capital pode levar a conclusões equivocadas sobre os determinantes da estrutura de financiamento das empresas, conforme apontado por Barros e Silveira (2008), pois a utilização de técnicas mais robustas podem levar a mudança de magnitude nos coeficientes estimados nas regressões que suportam as conclusões dos trabalhos, bem como a mudança de sinal dos coeficientes estimados.

Assim, a partir destas considerações acerca da endogeneidade é que este trabalho busca conclusões embasadas em métodos econométricos que tem se mostrado mais robustos pela literatura recente (STOCK, 2002; PETERSEN, 2009) como é o caso do painel dinâmico.

De forma bem simples, um modelo dinâmico é denotado pela adição da variável dependente da equação (1) defasada do lado direito da equação, ou seja:

$$y_{i,t} = \delta y_{i,t-1} + x'_{i,t} \beta + \alpha_i + \varepsilon_{i,t} \quad (14)$$

em que δ é um escalar e as outras variáveis são estruturas da mesma forma definida anteriormente, com $|\delta| < 1$. Observe que neste modelo, sem a variável defasada, as variáveis independentes continham toda a informação que produzia os valores da variável dependente. Com a adição da variável dependente defasada no lado direito da equação (14), tem-se agora toda a história das variáveis independentes, de forma que qualquer mudança em “x” representa o efeito de nova informação (GREENE, 2003).

Apesar dessa nova capacidade informativa do modelo, a inclusão de $y_{i,t-1}$ na equação exige um maior cuidado nos estimadores utilizados, pois como lembrado por Baltagi (2005), a aplicação de MQO diretamente em (14) produz estimativas viesadas e inconsistentes e, mesmo os estimadores de EF quanto de EA produzem estimativas inconsistentes dos parâmetros¹⁷.

Com o exposto e, com a argumentação dos trabalhos recentes (BAUM, 2003; MOLINA 2005), os métodos de relações funcionais dinâmicos tem se mostrado de maior eficiência e consistência. Além disso, desenvolvimentos computacionais recentes possibilitam a sua estimação de maneira mais precisa. Todavia, não se deve esquecer que estes modelos dependem de disponibilidade de dados (principalmente em painéis dinâmicos) capazes de manter a robustez dos resultados em presença de endogeneidade que, pois a sua fidedignidade

¹⁷ Os estimadores em primeira diferença também são inconsistentes na presença de predeterminação das variáveis. Para ver mais sobre este caso ver Wooldridge (2002).

são baseadas em propriedades assintóticas (aumentam sua eficiência com o tamanho da amostra).

4 – MODELO, RESULTADOS E COMENTÁRIOS

4.1 – Estimação

Como já fora mencionado no capítulo anterior, este trabalho adotará a técnica de análise em painel para a estimação dos parâmetros de interesse. De forma genérica, o modelo a ser estimado é dado por:

$$\text{endividamento} \sim f(\text{variáveis clássicas; variáveis governança})$$

Assim, serão estimados os coeficientes das variáveis construídas anteriormente por meio da metodologia em painel. Mais especificamente, serão estimadas as seguintes equações:

$$\text{DIV}_{it} = \delta_i + \beta_1 \text{RENT1} + \beta_2 \text{TAM1} + \beta_3 \text{TG1} + \beta_4 \text{ITG1} + \beta_5 \text{IMP1} + \beta_6 \text{BNdiv} + \beta_7 \text{Risco1} + \beta_8 \text{GOV} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

$$\text{DIV}_{cp_{it}} = \delta_i + \beta_1 \text{RENT1} + \beta_2 \text{TAM1} + \beta_3 \text{TG1} + \beta_4 \text{ITG1} + \beta_5 \text{IMP1} + \beta_6 \text{BNdiv} + \beta_7 \text{Risco1} + \beta_8 \text{GOV} + \varepsilon_{it} \quad (16)$$

$$\text{DIV}_{lp_{it}} = \delta_i + \beta_1 \text{RENT1} + \beta_2 \text{TAM1} + \beta_3 \text{TG1} + \beta_4 \text{ITG1} + \beta_5 \text{IMP1} + \beta_6 \text{BNdiv} + \beta_7 \text{Risco1} + \beta_8 \text{GOV} + \varepsilon_{it} \quad (17)$$

Desta forma, serão estimadas equações nas quais as variáveis dependentes são o endividamento total (15), de curto prazo (16) e de longo prazo (17). Nestas equações δ_i é o intercepto, os β 's representam os parâmetros a serem estimados e ε_{it} representa o erro. A variável GOV será alternada de modo a testar as três variáveis propostas relacionadas com a G.C. Nas equações acima, todas as variáveis foram definidas no capítulo 3.

4.2 – Resultados

Após serem apresentadas as variáveis a serem utilizadas para verificar os efeitos da G.C. na estrutura de capital das empresas brasileiras, a metodologia proposta e o modelo funcional a ser estimado, passa-se agora para os resultados da estimação.

Todavia, antes de passar aos resultados encontrados, são mostradas algumas estatísticas descritivas das variáveis da amostra analisada.

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas da Amostra

Variável	número de observações	média	desvio-padrão	mínimo	máximo
DIVt	522	0,276	0,133	0,000	0,677
DIVcp	522	0,093	0,078	0,000	0,491
DIVlp	522	0,183	0,122	0,000	0,629
DIVm	522	0,258	0,170	0,000	0,885
RENT1	522	0,120	0,065	-0,002	0,434
RENT2	522	0,187	0,097	-0,010	0,663
TAM1	517	14,410	1,720	7,870	19,400
TAM2	522	14,680	1,710	10,380	19,490
TG1	522	0,371	0,213	0,000	0,911
TG2	522	0,463	0,180	0,000	0,911
ITG1	381	2,740	3,690	0,200	39,100
ITG2	428	0,635	0,897	-6,880	1,750
IMP1	522	0,384	1,650	-0,613	37,380
IMP2	522	0,243	0,517	-8,210	2,820
BNdiv	228	0,163	0,240	0,000	0,142
Risco1	522	0,171	0,090	-0,010	0,654
Risco2	256	0,236	0,301	0,000	0,142

Fonte: Economática

Nota-se pela observação da tabela 2 que a amostra apresenta grande variabilidade quanto ao endividamento, pois há empresas no qual o endividamento total representa menos de 1% do ativo total e outras com quase 68% na relação dívida total/ativo total, a variável DIVt. Observa-se também que a taxa de endividamento de longo prazo mostra-se mais expressiva que a de curto prazo na amostra, com média de 18%, frente a 9% do endividamento de curto prazo.

Vê-se também que a variável DIVm apresenta valores muito próximos do endividamento total. Com isso, tal variável proposta por Rajan e Zingales (1995) torna-se uma potencial candidata para testes de robustez do modelo. Por fim, deve ser salientado que como se trata de um painel não balanceado, há variáveis que não temos observações para todos os anos, como as variáveis Risco2 e BNdiv.

A seguir, são mostrados os resultados da estimação das equações 15, 16 e 17 pelo modelo de efeitos fixos:

Tabela 3 – Resultados da estimação por efeitos fixos - Gov 1						
<u>Regressor</u>	DIVt		DIVlp		DIVcp	
	<u>Coefficiente</u>	<u>Erro-Padrão</u>	<u>Coefficiente</u>	<u>Erro-Padrão</u>	<u>Coefficiente</u>	<u>Erro-Padrão</u>
RENT1	-0,330*	0,126	-0,206**	0,092	-0,124	0,094
TAM1	0,097*	0,017	0,055*	0,015	0,041*	0,012
TG1	0,084	0,106	-0,01	0,096	0,094	0,076
ITG1	-0,0008	0,001	-0,002**	0,001	0,001	0,001
IMP1	0,047	0,031	-0,012	0,017	0,06**	0,026
BNdiv	0,058	0,169	-0,05	0,148	0,108	0,147
Risco1	0,225	0,301	0,289***	0,168	-0,064	0,233
Gov1	-0,011***	0,006	-0,008	0,005	-0,002	0,003
Gov2						
Gov3						
Constante	-1,193*	0,262	-0,622*	0,234	-0,571*	0,185
Observações	322		322		322	
Prob>F	0,000		0,001		0,001	
R2	0,073		0,193		0,056	

Notas: As variáveis dependentes nas colunas 1,2 e 3 são DIVt, DIVlp e DIVcp, respectivamente. Na estimação dos coeficientes, já foram utilizadas as correções para heterocedasticia e autocorrelação propostas por Newey e West (1987). As indicações *,** e *** referem-se a significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Pela observação da tabela 3, nota-se que as empresas da amostram apresentam comportamento do endividamento tal como proposto pela *Pecking Order Theory*, em que a rentabilidade possui relação negativa com o endividamento. O coeficiente da rentabilidade mostrou-se econômica e estatisticamente significativo tanto para o endividamento total, quanto para o endividamento de longo prazo. A não significância para o endividamento de curto prazo pode ser creditada à preocupação dos credores com a liquidez da empresa no curto prazo, e não sua rentabilidade em si.

Outra variável que se mostrou significativa (esta, em todos os prazos de maturidade das dívidas), foi aquela relacionada ao tamanho (TAM1), com alto grau de significância. Assim, pelos resultados da estimação, permite-se concluir que empresas maiores são mais alavancadas, tal como previsto pela teoria da *Pecking Order* (TITMAN; WESSELS, 1988).

Quanto à variável que capta a intangibilidade (oportunidades de crescimento), os resultados mostram que tal variável é significativa estatisticamente (mas não economicamente) somente para o endividamento de longo prazo, atuando de forma a reduzir a alavancagem. Isto pode mostrar que empresas com maiores oportunidades de crescimento, quando da busca de crédito, acabam sofrendo com problemas de seleção adversa por parte dos credores, ou seja, um problema de assimetria informacional. Assim, quando empresas com oportunidades de crescimento buscam crédito para financiar investimentos de longo prazo de maturidade, em que a realização dos fluxos de caixa terão horizonte temporal maior, os problemas de assimetria informacional são maiores.

Com relação aos benefícios fiscais do endividamento, tal como proposto pela *Trade-Off Theory*, os resultados mostram que somente o endividamento de curto prazo sofre influência dos benefícios fiscais. Isto pode indicar que o planejamento fiscal e financeiro, bem como sua relação no longo prazo não é um elemento de alta importância para as empresas. Ainda que, como no Brasil as taxas de juros de curto prazo são maiores do que as de longo prazo, a estrutura temporal das taxas de juros faz com que o endividamento de curto prazo seja fiscalmente mais vantajoso do que o de longo prazo.

Já uma variável que apresentou comportamento interessante foi a relacionada ao risco. Tal apresentou valor significativo somente para o endividamento a longo prazo, com relação positiva. Esta relação pode ser devido ao fato de empresas mais arriscadas sofrerem maior problemas de assimetria de informação quando do endividamento por meio da emissão de ações. Assim, para contornar tal problema, buscam endividamento via mercado de dívida (e crédito), no qual a garantia legal dos credores é maior que a do mercado acionário, como comentado anteriormente. Ainda, tal como lembrado por Diamond (1989), empresas com melhor reputação no mercado de dívidas, mesmo mais arriscadas do que aquelas sem reputação, enfrentam menores problemas de assimetria informacional do que aquelas de baixo risco, porém sem histórico reputacional.

Com relação as variáveis TG1 e BNdiv, estas não apresentaram significância estatística a pelos menos 10%, o que pode mostrar num primeiro momento, que estas variáveis exercem pouca influência nas decisões de financiamento das empresas da amostra.

Por fim, a variável de interesse Gov1 mostrou-se estatisticamente significativa somente para o endividamento total, mas com baixa significância econômica. A relação negativa apresentada pelo modelo permite dizer que empresas com melhores práticas de G.C., segundo os critérios da Bovespa, são capazes de buscar recursos no mercado de capitais e, por isso, apresentam menor endividamento. Ou ainda, empresas listadas nos segmentos diferenciados de negociação na Bovespa apresentam menores problemas de assimetria informacional quando da emissão de títulos mais sensíveis (ações) e, assim, podem financiar-se mais por este mecanismo.

Foram feitas estimativas para a variável Gov2, mas os resultados são muitos semelhantes aos apresentados pela variável Gov1. Portanto, são apresentados os resultados para a variável Gov3, que apresentam alguns resultados interessantes.

Tabela 4 - Estimação por Efeitos Fixos - Gov 3						
<u>Regressor</u>	DIVt		DIVlp		DIVcp	
	<u>Coefficiente</u>	<u>Erro-Padrão</u>	<u>Coefficiente</u>	<u>Erro-Padrão</u>	<u>Coefficiente</u>	<u>Erro-Padrão</u>
RENT1	-0,558*	0,185	-0,368	0,138	-0,189	0,147
TAM1	0,031	0,023	0,021	0,024	0,009	0,019
TG1	-0,084	0,115	-0,093	0,111	0,008	0,079
ITG1	-0,001	0,002	-0,002	0,001	0,001	0,001
IMP1	0,055	0,045	-0,022	0,025	0,078	0,034
BNdiv	0,230	0,178	0,057	0,162	0,173	0,172
Risco1	0,069	0,542	0,183	0,221	-0,113	0,498
Gov1						
Gov2						
Gov3	0,001**	0,000	0,000	0,000	0,000**	0,000
Constante	-0,184	0,355	-0,073	0,368	-0,111	0,290
Observações	211		211		211	
Prob>F	0,000		0,004		0,008	
R2	0,025		0,017		0,012	

Notas: As variáveis dependentes nas colunas 1,2 e 3 são DIVt, DIVlp e DIVcp, respectivamente. Na estimação dos coeficientes, já foram utilizadas as correções para heterocedasticidade e autocorrelação propostas por Newey e West (1987). As indicações *,** e *** referem-se a significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Os resultados mostrados na tabela 4 indicam que a variável relacionada com a rentabilidade também se comporta como previsto pela teoria de Myers e Majluf (1984), ou seja, as empresas mais rentáveis são aquelas com menor endividamento. Todavia, o resultado mais interessante é aquele mostrado pela variável Gov3, no qual a amostra indica que as empresas com maior intensidade de negócios apresentam maior endividamento.

Apesar da baixa significância econômica, este resultado pode indicar que as empresas com maior intensidade de negócios das suas ações são capazes de financiar-se por meio endividamento. Isto poderia ser devido, como sugerem alguns autores (GRAHAM; HARVEY, 2001), ao fato de que empresas com maior presença no mercado acionário serem mais acompanhadas pelos investidores, facilitando seu acesso ao mecanismo de dívida, pois esta maior presença no mercado faz com que aumente a capacidade de financiamento por dívida para estas empresas com maior visibilidade no mercado a custos menores (BOLTON; FREIXAS, 2000).

Contudo, a baixa significância econômica do coeficiente da variável Gov3 não permite fazer afirmações conclusivas. Em grande parte, esta baixa significância econômica pode ser devido a amostra analisada, pois como já comentado no capítulo 3, muitos dos resultados da técnica em painel dependem do tamanho da amostra, dadas as propriedades assintóticas dos estimadores.

Adicionalmente, para avaliar os resultados do modelo, segue o resultado da estimação por efeitos aleatórios. Com isto, poderá ser verificada a validade dos modelos de efeitos

aleatórios até então estimados por meio teste de Hausman que será aplicado posteriormente. Assim, segue a estimação por efeitos aleatórios:

Tabela 5 - Estimação por Efeitos Aleatórios - Gov 1						
<u>Regressor</u>	DIVt		DIVlp		DIVcp	
	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão
RENT1	-0,369*	0,105	-0,213*	0,077	-0,141**	0,072
TAM1	0,037*	0,007	0,038*	0,006	-0,007**	0,004
TG1	0,011	0,052	0,063	0,046	-0,052**	0,027
ITG1	0,003	0,001	0,000	0,001	0,003*	0,001
IMP1	0,035	0,029	-0,029***	0,017	0,067*	0,023
BNdiv	0,159	0,151	-0,050	0,137	0,228**	0,126
Risco1	0,226	0,214	0,227***	0,134	-0,032	0,155
Gov1	-0,010**	0,005	-0,011*	0,004	0,001	0,001
Gov2						
Gov3						
Constante	-0,267**	0,116	-0,379*	0,085	0,198*	0,066
Observações	322		322		322	
Prob>F	0,000		0,000		0,000	
R2	0,100		0,264		0,220	

Notas: As variáveis dependentes nas colunas 1,2 e 3 são DIVt, DIVlp e DIVcp, respectivamente. Na estimação dos coeficientes, já foram utilizadas as correções para heterocedasticidade e autocorrelação propostas por Newey e West (1987). As indicações *,** e *** referem-se a significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Novamente, a variável relacionada com a rentabilidade mostrou-se estatística e economicamente significativa, tal como nos modelos de efeitos fixos. Já a variável TAM1 mostrou comportamento que se modifica de acordo com o prazo de maturidade das dívidas, com a variável passando de relação positiva para endividamento total e longo prazo, porém com relação negativa para endividamento de curto prazo. Tal comportamento pode ser explicado pelo fato de que empresas maiores são capazes de captar recursos com prazos de maturidade maiores uma vez que, geralmente, o seu tamanho relaciona-se com os colaterais que pode oferecer (BILLET; KING; MAUER, 2007). Isto explica o comportamento semelhante da variável TG1, que também passou de positiva (sem significância estatística) para negativa (com significância estatística).

Já quanto à variável Gov1, diferentemente do modelo de efeitos fixos, apresentou significância estatística para o endividamento de longo prazo. Apesar de ter mantida a relação (negativa) com o endividamento, o aumento da significância estatística reforça o que fora dito, ou seja, empresas com ações com níveis diferenciados de G.C. tem potencial de financiamento via mercado acionário e, assim, apresentam menor endividamento (JIRAPON; GLEASON, 2007).

Para finalizar a análise do modelo de efeitos fixos, a tabela 6 traz os resultados para a variável Gov3, pois tal como no modelo de efeitos fixos, os resultados para Gov2 são bem semelhantes.

Tabela 6 - Estimação por Efeitos Aleatórios - Gov 3						
Regressor	DIVt		DIVlp		DIVcp	
	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão
RENT1	-0,470*	0,155	-0,296**	0,119	-0,124	0,102
TAM1	0,019**	0,010	0,023*	0,008	-0,006	0,004
TG1	-0,022	0,064	0,036	0,056	-0,052***	0,028
ITG1	0,001	0,001	0,000	0,001	0,002**	0,001
IMP1	0,044	0,041	-0,034	0,025	0,075**	0,030
BNdiv	0,269***	0,151	0,066	0,141	0,217	0,139
Risco1	0,033	0,338	0,164	0,218	-0,161	0,211
Gov1						
Gov2						
Gov3	0,001*	0,003	0,000	0,000	0,000*	0,000
Constante	-0,054	0,155	-0,182	0,128	0,143***	0,073
Observações	211		211		211	
Prob>F	0,000		0,000		0,000	
R2	0,064		0,134		0,252	

Notas: As variáveis dependentes nas colunas 1,2 e 3 são DIVt, DIVlp e DIVcp, respectivamente. Na estimação dos coeficientes, já foram utilizadas as correções para heterocedasticidade e autocorrelação propostas por Newey e West (1987). As indicações *,** e *** referem-se a significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Como nos resultados anteriores, a tabela 6 mostra que há uma relação negativa e significativa entre endividamento e rentabilidade. Também, como já comentado, a variável tamanho relaciona-se positivamente com o endividamento de longo prazo. Ainda, neste modelo foi a primeira vez que a variável BNdiv mostrou-se significativa para o endividamento total, diferentemente da variável IMP1, que é significativa no curto prazo. Tais comportamentos dessas variáveis relacionadas com os benefícios fiscais podem indicar que, as empresas utilizam esses benefícios não só no curto prazo.

Por fim, a variável Gov3 apresentou significância estatística, porém não econômica, com resultados semelhantes ao modelo de efeitos fixos. Assim, por meio dos resultados conjuntos destas *proxies*, a G.C. não atua de forma significativa no endividamento das empresas.

Ainda, para verificar quais dos métodos, efeitos fixos ou aleatórios, foi conduzido o teste de Hausman para os modelos com as variáveis Gov1 e Gov3 para ambos modelos. Os resultados dos testes mostram que a hipótese nula do teste, qual seja, os estimadores de efeitos aleatórios são consistentes, é aceita somente quando da utilização da variável Gov3. Estes

resultados reforçam aqueles encontrados para essa variável que, tanto por efeitos fixos, quanto aleatórios, apresentou baixa significância econômica. Assim, o leitor deve estar atento para o fato de que as características individuais da firma podem influenciar os resultados, fato este que corrobora com a validade do uso da técnica de painel neste trabalho. Isto por que, a técnica em painel permite controlar pela heterogeneidade individual e, o modelo de efeitos fixos fornece estimadores consistentes mesmo em tais situações.

Enfim, para verificar a consistência dos resultados, são apresentados a seguir os resultados da estimação por modelos dinâmicos. A motivação pela adoção desta técnica está na constatação de trabalhos anteriores (ZINGALES, 2000; STREBULAEV, 2007) de que, os resultados dos modelos em finanças são muito sensíveis ao método de verificação empírica utilizado. Ainda, poucos textos nacionais (CICOGNA, 2007; BARROS; SILVEIRA, 2008) utilizam desta técnica de maior robustez em seus trabalhos. De maneira genérica, o modelo estimado está representado pela equação 14 apresentada no capítulo 3, os quais apresentaram resultados semelhantes para as variáveis clássicas, todavia, a única *proxy* para G.C. que se mostrou estatisticamente significativa foi Gov2, cujos resultados são mostrados na tabela 7.

Tabela 7 - Estimação por Painel Dinâmico						
Regressor	DIVt		DIVlp		DIVcp	
	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão
DIVt(t-1)	0,616*	0,237				
DIVlp(t-1)			0,566*	0,214		
DIVcp(t-1)					0,349*	0,108
RENT1	-0,161	0,125	-0,102	0,123	0,005	0,122
TAM1	0,090*	0,023	0,039***	0,020	0,068	0,015
TG1	0,048	0,129	-0,003	0,117	0,001*	0,100
ITG1	0,000	0,016	-0,002*	0,000	0,003*	0,001
IMP1	0,001	0,018	-0,009	0,019	0,033*	0,008
BNdiv	0,501***	0,184	0,207	0,249	0,043	0,215
Risco1	0,033	0,501	0,068	0,276	-0,058	0,366
Gov1						
Gov2	-0,140	0,082	-0,046***	0,064	-0,062	0,064
Gov3						
Constante	-1,213*	0,355	-0,478***	0,286	-0,980*	0,232
Observações	237		237		237	
Prob>F	0,000		0,000		0,000	

Notas: Estimativas dos coeficientes por modelos dinâmicos, com método de Arellano e Bond (1991). Foram utilizadas as correções para heterocedasticidade e autocorrelação sugeridas por Newey e West (1987). As colunas 1, 2 e 3 referem-se a endividamento total, de longo prazo e de curto prazo como variáveis dependentes. Foram feitas defasagens da variável dependente para verificar a significância das mesmas, mas somente a primeira defasagem mostrou-se significativa.

O primeiro resultado interessante que a tabela acima mostra é o fato de as variáveis dependentes defasadas como explicativas do endividamento mostram-se significativas

estatística e economicamente. Isto vai ao encontro de trabalhos como Kayhan e Titman (2007) e Lemmon, Roberts e Zender (2008), em que os autores mostram que o endividamento passado influencia o endividamento atual e que as empresas seguem um valor alvo para o endividamento. Estes resultados também estão de acordo com o levantamento junto a gestores de empresas norte-americanas (GRAHAM; HARVEY, 2001) e brasileiras (SANTOS, JÚNIOR; CICCONI, 2009), no qual os autores concluem que há uma preocupação como uma meta no grau de alavancagem e que o valor passado deste grau determinam o valor atual, considerando a meta estabelecida.

Por outro lado, pode-se pensar que, pelo fato do endividamento não alterar-se muito de um ano para o outro, o endividamento atual seria representado pelo endividamento atual mais uma variação de um ano para o outro. Assim, o endividamento passado exerceria grande influência do endividamento atual. Todavia, o próprio fato de as empresas alterarem pouco seu endividamento de um ano para o outro mostra a intenção das mesmas em seguirem uma meta, seja ela um ponto ótimo, como previsto pela *Trade-off*, ou pelo fato de objetivarem uma folga financeira como objetivo, como explicitado pela *Pecking Order*.

O segundo resultado interessante refere-se ao coeficiente de rentabilidade, o qual havia apresentado valores estatisticamente significativos até então, mas agora mostrou-se sem significância. Tal resultado levanta um questionamento, qual seja, será que a teoria da não é verificada no comportamento das empresas, ou será a técnica de estimação incapaz de verificar o modelo teórico subjacente? Isto porque tanto a *Trade-Off* quanto a *Pecking-Order* consideram a rentabilidade com um dos elementos cruciais na determinação do endividamento, sendo que a primeira prevê uma relação positiva e a segunda negativa, cujos argumentos foram apresentados no capítulo 2.

Em trabalho recente, Baum, Schafer e Talavera (2007) atentam para o fato de que empresas com mais dívidas tendem a ser mais lucrativas, pois a alavancagem (principalmente com dívidas de longo prazo) influenciam aumentos na produtividade, levando assim a maior rentabilidade. Desta forma, a relação causal seria outra, qual seja, endividamento determinando a rentabilidade. Desta maneira, os autores propõem as técnicas de estimação de painel dinâmico, como aqui utilizadas, e concluem que o endividamento influencia a rentabilidade. Assim, apesar de não ser o escopo principal desta dissertação, esta é uma questão que poderia ser levada em consideração por trabalhos posteriores, ou seja, a via dupla de determinação entre endividamento e rentabilidade e atenção ao método para tratar destes problemas.

Por fim, a variável de interesse neste estudo, relacionada a G.C., apresentou significância apenas quando consideradas a *proxy* Gov2, sendo que as demais variáveis apresentaram comportamento semelhante para os outros modelos estimados, cujos resultados são mostrados no apêndice A.

A variável Gov2 apresentou significância estatística apenas quando tem como variável dependente o endividamento total, sendo que tal significância foi apenas ao nível de 10% e com baixa representatividade em termos econômicos. Apesar disso, os sinais dos coeficientes mantiveram-se quando da estimação por efeitos fixos ou aleatórios.

Assim, com base nos resultados dos modelos dinâmicos, pode-se manter a argumentação anterior, ou seja, as empresas com melhores práticas de G.C. apresentam endividamento menor do que aquelas que não as têm. Uma hipótese, como já comentado, poderia ser o fato de que as empresas com melhores práticas podem acessar o mercado acionário quando da obtenção de recursos, pois suas ações sofrem menores problemas de assimetria informacional e, potencialmente de desconto por parte dos investidores.

4.3 – Robustez dos resultados

Como apontam alguns trabalhos (ZINGALES, 2000; MYERS, 2001; STREBULAEV, 2007), os resultados dos estudos sobre a estrutura de capital das empresas são muito sensíveis em relação às *proxies* escolhidas, ao método empírico utilizado, ou mesmo à amostra utilizada (LA PORTA et. al., 1997). Para tentar amenizar tal sensibilidade e verificar a robustez dos resultados, foram aplicadas algumas ações no sentido de averiguar a estabilidade dos resultados até aqui encontrados.

A primeira ação empreendida foi a estimação de vários modelos em painel por efeitos fixos e aleatórios, mas agora com a utilização de variáveis apresentadas no capítulo 3 ainda não utilizadas nos modelos. Assim, foram utilizadas as variáveis: DIVm, como variável dependente e, RENT2, TAM2, TG2, ITG2, IMP2 e Risco2 como variáveis independentes. Os resultados são apresentados na tabela a seguir.

Tabela 8 – Verificação da Robustez (Mudança da Variável Dependente)						
Regressor	1		2		3	
	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão
RENT1	-0,345*	0,113	-0,380*	0,117	-0,459*	0,122
TAM2	0,043*	0,014	0,054*	0,014	-0,023	0,015
TG2	-0,0007	0,091	-0,007	0,084	0,042	0,071
ITG2	0,091*	0,016	0,084*	0,015	0,057**	0,016
IMP2	-0,007	0,008	-0,004	0,008	0,045	0,033
BNdiv	-0,226	0,181	-0,174	0,176	0,073	0,138
Risco2	-0,137*	0,028	-0,063**	0,030	-0,139*	0,028
Gov1	-0,0009	0,004				
Gov2			-0,301*	0,089		
Gov3					0,002*	0,0004
Constante	-0,346	0,234	-0,443**	0,217	0,508**	0,227
Observações	517		517		256	
Prob>F	0,000		0,000		0,000	
R2	0,317		0,350		0,239	

Notas: A variável dependente nas três colunas (1, 2 e 3) é DIVm. Na estimação dos coeficientes, na qual foi utilizada a técnica de efeitos fixos, já foram utilizadas as correções para heterocedasticidade e autocorrelação propostas por Newey e West (1987). As indicações *, ** e *** referem-se a significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Nota-se da tabela 8 que a significância estatística e econômica da variável rentabilidade foi aumentada em relação às estimativas anteriores, para as três *proxies* de G.C. escolhidas. Ainda, nota-se pela análise da tabela anterior que a variável relacionada ao risco mudou de sinal em relação às estimativas anteriores, bem como aumentou sua significância estatística e econômica.

Tal explicação pode ser baseada no trabalho de Welch (2004) em que o autor encontra evidências de que os níveis de endividamento estão relacionados com os retornos passados das ações das empresas. E, sendo a variável Risco2 construída com base no beta da ação (calculado com base nos retornos passados), a relação negativa entre risco e endividamento encontrada neste caso mostram que os gestores preocupam-se com os níveis de risco de suas ações na escolha da estrutura de capital.

Desta maneira, tal como encontrado no trabalho de Welch (2004) e já mencionado na pesquisa de Graham e Harvey (2001), empresas com maior volatilidade de suas ações apresentam endividamento menor de forma a compensar o risco que a empresa mostra aos investidores no mercado acionário. Assim, seria de esperar que empresas com maior risco (mensurado pelo beta da ação) apresentassem menor endividamento. Este foi o resultado apresentado pelo modelo, cujos coeficientes estão descritos na tabela 8.

Quanto às variáveis de interesse do estudo, os resultados também mantêm os achados anteriores, ou seja, relação negativa entre a *proxy* Gov2 e o endividamento, reforçando a

hipótese de que empresas com melhores práticas de G.C. recorrem menos ao mercado de dívida para financiar seus investimentos.

Por fim, reconhecidas as críticas apontadas por Myers (2001), o modelo aumentou seu poder explicativo, com o R² acima dos 30%, resultado este não alcançado pelos modelos anteriores. Este fato pode ser devido ao aumento das observações em razão da troca dos regressores.

Um segundo procedimento a fim de verificar a robustez dos resultados foi a inclusão de *dummies* de ano na estimativa dos modelos. Tal ação tem como motivação alguns trabalhos (KORAJCZYK; LEVY, 2007; LEVY; HENNESSY, 2007; DITTMAR; DITTMAR, 2008) que apontam a importância de condições macroeconômicas como determinantes da estrutura de capital.

Os valores encontrados mostram a significância estatística do ano de 2005, atuando de forma positiva sobre o endividamento, e o ano de 2007 atuando de forma negativa. Estes resultados podem representar o que ocorreu com o mercado de crédito brasileiro (e mundial) no período, no qual a oferta de crédito anterior a crise, cujo pico deu-se ao final de 2007, com a quebra do banco americano de investimento Lehman & Brothers¹⁸. Entretanto, apesar da significância destas *dummies* de ano, os resultados para as variáveis de G.C. não foram significativamente alterados em relação aos já apresentados.

¹⁸ Para abordagens sobre crises financeiras em momentos diferentes e sua relação com a escolha das formas de financiamento empresarial ver Campello, Graham e Harvey (2009) e Leary (2009).

CONCLUSÃO

Como ressalta Myers (2001), ainda não há uma teoria pronta sobre a estrutura de capital das empresas e, ainda, não se espera que exista uma. Dessa forma, o autor demonstra haver a necessidade de estudar mais o assunto, mas sem a pretensão de encontrar respostas convergentes.

Neste sentido, este trabalho procura contribuir para o estudo nesta área, propondo a aplicação de técnicas estatísticas em uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto a fim de verificar qual a influência dos mecanismos de Governança Corporativa (G.C.) sobre a escolha das fontes de financiamento das empresas. Isto, baseado em um arcabouço teórico desenvolvido ao longo das últimas décadas, em especial, desde os trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963), ou MM.

Os textos seminais de MM deram o catalisador para as pesquisas seguintes sobre o tema, no qual se desenvolveram linhas de argumentação que procuram explicar os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas. Dentre as varias frentes de estudo que se desenvolveram, destacam-se aquelas abordadas por Harris e Raviv (1991), agrupadas segundo o arcabouço teórico que as suportam, estratégia esta adotada por esta dissertação.

Assim, foram mostradas as principais teorias que buscam explicar a escolha das fontes de financiamento das empresas. Uma delas, a *Trade-Off Theory*, sugere que as empresas buscariam um nível de endividamento ótimo que balanceasse os riscos de contrair mais dívidas. Já outra, a *Pecking-Order Theory* argumenta que há uma hierarquia das fontes de financiamento, sendo preferíveis recursos menos sujeitos a problemas de assimetria informacional. Foi discutida também a teoria baseada nos problemas de agência, em que o endividamento é visto como um mecanismo disciplinador da atuação dos gestores, haja vista a obrigação de pagamentos que ele impõe.

Partindo deste arcabouço teórico, este trabalho procurou verificar os efeitos dos mecanismos de G.C. nas decisões de financiamento empresarial. Como salientado por estudos anteriores, as boas práticas de G.C. reduzem a assimetria informacional entre os gestores e os provedores de recursos para as empresas, sejam eles os próprios acionistas, ou mesmo credores.

Apesar dos estudos sobre G.C. e suas práticas por empresas brasileiras (dado a ainda recente abertura e crescimento do mercado acionário brasileiro, bem como a profissionalização das corporações) serem recentes, estudos internacionais demonstram há algum tempo os efeitos dela sobre o financiamento das corporações. Estes estudos vão além, e

relacionam o ambiente legal, os mecanismos de G.C. e o financiamento empresarial. Como exemplo, destaca-se o trabalho de La-Porta, Lopes-de-Silanes e Shleifer (1998).

Estes autores demonstraram que as características peculiares dos países fazem surgir mecanismos de G.C. muito específicos, os quais se adaptam ao ambiente legal-institucional de cada país. Para os autores, tais mecanismos, ajudariam a explicar a forma pela qual se dá o financiamento empresarial.

A partir destas considerações é que, neste trabalho, utilizou-se de técnicas de investigação empírica que controlassem estas características idiossincráticas. Tal técnica, estimação por método de painel, além de controlar pelas características individuais, permite que se explorem várias informações de cada unidade de análise (dimensão *cross-section*) ao longo do tempo (dimensão temporal). Ainda, vai além ao propor técnicas de estimação ainda pouco utilizadas pela literatura nacional, a saber, a metodologia de painel dinâmico.

Os resultados obtidos mostram alguns pontos interessantes. O primeiro é o fato de que, dependendo da técnica e *proxy* utilizada, os coeficientes das variáveis clássicas encontrados podem mudar, tanto a significância, quanto o sinal. Isto demonstra a necessidade de mais estudos que verifiquem a teoria subjacente aos testes, bem como a prática financeira dos gestores. Ou ainda, os resultados apontam em várias direções e, como argumenta Myers (2001), não se pode esperar haver uma teoria pronta sobre a estrutura de financiamento das empresas.

Quanto às variáveis de interesse do estudo, aquelas relacionadas com a G.C., os resultados apontam que as empresas com melhores práticas de G.C. são aquelas que apresentam menor endividamento. De outra maneira, empresas com níveis diferenciados de G.C., representados pelas *proxies* escolhidas, são menos alavancadas.

Este resultado pode ser atribuído à seguinte hipótese. Empresas com melhores práticas de G.C. são capazes de captar recursos no mercado acionário, onde há maiores problemas de assimetria informacional entre o tomador e provedor de recursos. E, utilizando mais recursos via emissão de ações, o gestor pode pautar a distribuição de recursos, pois há maior discricionariedade na distribuição de dividendos do que no pagamento de juros.

Ou ainda, empresas com melhores indicadores de G.C. podem ganhar um “sobrevvalor” quando da emissão de ações, pois o mercado avalia as mesmas de modo diferenciado, compensando assim a emissão de dívidas, na qual há uma potencial desvalorização, pois a dívida aumenta o risco financeiro.

Seguindo este raciocínio, poderia ser argumentado também que, empresas com melhores avaliações de G.C. e, logo, com menor problema de assimetria informacional

emitem ações a fim de manter sua folga financeira em caso de necessidade, como levantado por Graham e Harvey (2001) no mercado norte-americano e por Santos, Júnior e Cicconi (2009) no mercado brasileiro.

Nota-se, portanto, que várias hipóteses podem ser levantadas para esta relação negativa entre G.C. e endividamento. Não se pretende aqui atribuir uma ou outra como verdadeira, mas contribuir no sentido de entender a relação entre G.C. e endividamento. Busca-se, assim, superar a crença do senso comum que boas práticas de G.C. fazem com que as empresas sejam mais endividadas. Na verdade, em um mercado de dívida ainda pouco desenvolvido, no qual o peso maior do financiamento empresarial vem do setor estatal com taxas subsidiadas, melhores práticas de G.C. mostram-se um canal para o acesso do financiamento no mercado acionário.

Entretanto, ficam aqui as recomendações para estudos posteriores. A primeira delas seria quanto à escolha da técnica de verificação empírica utilizada. Os resultados podem ser sensíveis ao método de estimação utilizado, bem como a relação entre as variáveis pode ser em mão dupla (causalidade reversa).

A segunda seria quanto aos efeitos do cenário macroeconômico, que também podem ser relevantes quando do estudo nesta área, uma vez que crises financeiras afetam sobremaneira a decisão de emitir títulos (dívidas e ações), bem como a disponibilidade de recurso para as empresas. Assim, não só a demanda de recursos estaria determinando o endividamento, mas as próprias condições de oferta.

Espera-se que assim os estudos posteriores possam ajudar a compreender como as decisões de financiamento empresarial são empreendidas, para que gestores possam empreender medidas capazes de otimizar os recursos que administram, bem como permita ao governo lançar mão de ações que aumentem os recursos empresariais para investimentos, recursos estes que podem aumentar o emprego, a competitividade das empresas nacionais e o crescimento econômico.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G.A. The markets for “lemons”: Quality Uncertainty and Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, aug. 1970.

ALBANEZ, T.; VALLE, M.R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, set./dez., 2009.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BAKER, M.; WURGLER, J. Market timing and capital structure. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 1, p. 1-32, feb. 2002.

BALTAGI, B.H. **Econometric Analysis of Panel Data**. 3ed. West Sussex: John Wiley & Sons, 2005.

BARBEDO, C.H.; SILVA, E.C.; LEAL, R.P.C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra-diária e níveis de governança corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 63, n. 1, p. 51-62, jan./mar. 2009.

BARCLAY, M.J.; SMITH JÚNIOR, C.W. The Maturity Structure of Corporate Debt. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 609-631, jun. 1995.

BARROS, L.A.B.C.; SILVEIRA, A.M. Excesso de confiança, otimismo gerencial e os determinantes da estrutura de capital. **Revista Brasileira de Finanças**, v. n. 3, p. 293-334, 2008.

BAUM, C.F. **An Introduction to Modern Econometrics Using Stata**. 1ed. Texas: Stata Press, 2006.

_____. Instrumental variables and GMM: estimation and testing. **Boston College, Working Paper n° 545**, Feb. 2003.

BAUM, C.F.; CAGLAYAN, M.; OZKAN, N.; TALAVERA, O.; The impact of macroeconomic uncertainty on non-financial firms' demand for liquidity. **Review of Financial Economics**, v. 15, n. 4, p. 289-304, 2006.

BAUM, C.F.; SCHÄFER, D.; TALAVERA, O. The effects of short-term liabilities on profitability: a comparison of German and U.S. firms. **Boston College Working Paper n. 636**, apr. 2007.

BAUM, C. F.; STEPHAN, A.; TALAVERA, O. The effects of uncertainty on the leverage of non-financial firms. **Boston College Working Paper n. 602**, jul. 2007.

BAYLESS, M.; CHAPLINSKY, S. Is There a Window of Opportunity for Seasoned Equity Issuance. **The Journal of Finance**, v. 51, n. 1, p. 253-278, mar. 1996.

BERGER, A.L.; ESPINOSA-VEGA, M.A.; FRAME, W.S.; MILLER, N.H. Debt Maturity, Risk, and Asymmetric Information. **IMF Working Paper 05/201**, oct. 2005.

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

BERTUCCI, J.L.O.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M.M. Políticas e Práticas de Governança Corporativa em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 2, p. 183-196, abr./mai./jun. 2006.

BILLETT, M.T.; KING, T.D.; MAUER, D.C. Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 2, p. 697-730, apr. 2007.

BOOTH, L.; AIVAZIAN, V.; DEMİÇURG-KUNT, A.; MAKSIMOVIC, V. Capital structure in developing countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, feb. 2001

BOLTON, P.; FREIXAS, X. Equity, bonds, and bank debt: capital structure and financial market equilibrium under asymmetric information. **The Journal of Political Economy**, v. 108, n. 2, p. 324-351, apr. 2000.

BORGES, L.F.X.; SERRÃO, C.F.B. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005.

BREALEY, R.A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BRECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate Governance and Control. **NBER Working Paper n° 9371**, dec. 2002.

BROUNEN, D.; JONG, A.; KOEDJIK, K. Capital Structure Policies in Europe: Survey Evidence. **Journal of Banking & Finance**, v. 30, n. 5, p. 1409-1442, may 2006.

BYERS, S.S.; FIELDS, L.P.; FRASER, D.R. Are corporate governance and bank monitoring substitutes: evidence from the perceived value of bank loans. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 4, p. 475-483, sep. 2008.

CAMPELLO, M.; GRAHAM, J.; HARVEY, C.R. The real effects of financial constraints: evidence from the financial crisis. **SSRN Working Paper**. Jan. 2009. Disponível em: <www.papers.ssrn.com>. Acesso em 20 maio de 2010.

CARVALHO, A.G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da USP**, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./ago./set. 2002.

CHOE, H.; MASULIS, R.W.; NANDA, V.K. Commons stock offerings across the business cycle: theory and evidence. **Journal of Empirical Finance**, v. 1, n. 1, p. 3-31, jun. 1993.

CICOGNA, M.P.V. **Governança corporativa como sinalização: benefícios para o financiamento das empresas do mercado de capitais**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

CORE, J.E.; GUAY, W.; LARCKER, D.F. Executive equity compensation and incentives: a survey. **Economic Policy Review**, v. 8, n. 1, p. 27-50, apr. 2003.

COVAS, F.; HAAN, J. The role of debt and equity finance over the business cycle. **Bank of Canada**, Working Paper 2006-45, dec. 2006.

DeANGELO, H.; MASULIS, R.W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 8, p. 3-29, mar. 1980.

DENIS, D.K.; McCONNELL, J. International Corporate Governance. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 1, p. 1-36, mar. 2003.

DIAMOND, D. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 106, n. 3, aug. 1991.

DITTMAR, A.K.; DITTMAR, R.F. The timing of finance decisions: an examination of the correlation in financing waves. **Journal of Financial Economics**, v. 90, n. 1, p. 59-83, jan. 2008.

DOIDGE, C.; KATOLYI, A.; STULZ, R.M. Why do countries matter so much for corporate governance? **Journal of Financial Economics**, v. 86, n. 1, p. 1-39, oct. 2007.

DORNBUSH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. **Macroeconomia**. 8ed. Rio de Janeiro: McGraw-Hill Interamericana do Brasil, 2003.

FAMA, E.F.; FRENCH, K.R. Financing decisions: who issues stock? **Journal of Financial Economics**, v. 76, n. 3, p. 549-582, jun. 2005.

FLANNERY, M. T. Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice. **The Journal of Finance**, v. 41, n. 1, p. 19-37, mar. 1986

GIBSON, M.S. Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 231-250, mar. 2003.

GILLAN S.L. Recent developments in corporate governance: an overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, jun. 2006.

GRAHAM, J.R.; HARVEY, C.R. The Theory and Practice of Corporate Finance: evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, v. 60, n. 2-3, p. 187-243, may 2001.

GREENE, W.H. **Econometric Analysis**. 5ed. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall, 2003.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355, mar. 1991.

HARVEY, C.R.; LINS, K.V.; ROPER, A.H. The effect of capital structure when expected agency costs are extreme. **Journal of Financial Economics**, v. 74, n. 1, p. 3-30, oct. 2004

HERMALIN, B.E.; WEISBACH, M.S. Boards of directors as na endogenously determined institution: A survey of the economic literature. **Economic Policy Review** n. 9, n. 1, p. 7-26, 2003.

HOFFMANN, R. **Análise de Regressão**: uma introdução à econometria. 4 ed. Campinas: Hucitec, 2006.

JENSEN, M.C. Agency costs and free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, may 1986.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, oct. 1976.

JIRAPON, P.; GLEASON, K.C. Capital Structure, shareholder rights, and corporate governance. **The Journal of Financial Research**, v. 30, n. 1, p. 21-33, spring 2007.

JOHN, K.; LITOV, L.; YEUG, B. Corporate Governance and Risk taking. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1679-1728 aug. 2009.

KANE, A.; MARCUS, A.J.; McDONALD, R.L. Debt policy and the rate of return premium of leverage. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 20, n. 4, p. 479-499, dec. 1985.

KAYHAN, A.; TITIMAN, S. Firms' histories and their capital structure. **Journal of Financial Economics**, v. 83, n. 1, jan. 2007.

KISGEN, D.J. Credit Ratings and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 3, jun. 2006.

KORAJCZYK, R.A.; LEVY, A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n.1, p. 75-109, april 2003.

LA-PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p. 1131-1150, July 1997.

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

_____. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, dec. 1998.

LEAL, R. Algumas considerações sobre os determinantes da estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista do BNDES**, v. 12, n.23, p. 201-218, jun. 2005.

_____. Governance Practices and Corporate Value: a recent literature survey. **Revista de Administração da USP**, v. 39, . 4, p. 327-337, out./Nov./dez. 2004.

LEAL, R.P.C.; SAITO, R. Finanças Corporativas no Brasil. **RAE Eletrônica**, v.2, n. 2, p. 1-15, jul.-dez., 2003.

LEARY, M.K. Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 3, jun. 2009.

LELAND, H. Agency Costs, Risk Management, and Capital Structure. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 4, p. 1213-1240, aug. 1998.

LELAND, H.; PYLE, D.H. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, may 1977.

LEMMON, M.L.; ROBERTS, M.R.; ZENDER, J.F. Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 4, p. 1575-1608, aug. 2008.

LEVY, A.; HENNESSY, C. Why does capital structure choice vary with macroeconomic conditions? **Journal of Monetary Economics**, v. 54, n. 6, p. 1545-1564, sep. 2007.

MAO, C.X. Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 2, p. 399-423, jun. 2003.

MEAD, E.S. **Corporate Finance**. New York: D. Appleton & Co, 1922.

MEHRAN, H. Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, n. 4, p. 539-560, dec. 1992.

MIGUEL, A.; PINDADO, J. Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-99, 2001.

MILLER, M. H. Debt and taxes. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, p. 261-275, may 1977.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, Nashville, v. 53, n. 3, p. 433-443, jun. 1963.

_____. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, p. 261-297, jun 1958.

MOLINA, C.A. Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1427-1459, june 2005.

MOTTA, J.L.S.; SILVEIRA, A.M.; BORGES, L.F.X. Exemplo de Modelo Referencial de Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, v. 13, n. 26, p. 191-222, dez. 2006.

MYERS, S.C. Capital Structure. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville, v.15, n.2, p. 81-102, spring 2001.

_____. Determinants of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 5, n. 2, p. 147-175, nov. 1977.

_____. The capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 39, n. 3, p. 575-592, jul. 1984.

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

NEWKEY, W.; WEST, K.D. A simple, Positive Semi-definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. **Econometrica**, v. 55, n. 3, p. 703-708, 1987.

PETERSEN, M.A. *Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches*. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n.1, 2009.

PINDYCK, R.S.; RUBINFELD, D.L. **Microeconomia**. 5ed. São Paulo: Prentice Hall: 2002

PROCIANOY, J.L.; SCHNORENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 121-146, jan./fev./mar., 2004.

RAJAN, R.; ZINGALES, L. What do we know about optimal capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 50, n.5, p. 1421-1460, Dec. 1995.

ROSS, S.A. **The determination of financial structure: the incentive signaling approach**. The Bell Journal of Economics, v. 8, n. 1, p. 23-40 spring 1977.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração Financeira: corporate finance**. 2ed. São Paulo: Atlas, 2007.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **RAE Eletrônica**, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SANTOS, C.M.; JÚNIOR, T.P.; CICCONI, E.G. Determinantes da escolha da estrutura de capital das empresas brasileiras de capital aberto: um *survey*. **Revista de Administração da Usp**, v. 44, n.1, p. 70-81, jan./fev./mar., 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SIFFERT FILHO, N. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. **Revista BNDES**, v. 9, 1998.

SILVA, A.L.C. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras**. 2002. 128p. Tese (Doutorado) – Instituto Coppead de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

_____. Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

SILVEIRA, A.M.; L.C.B.C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das /companhias abertas no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2006.

SILVEIRA, A.M.; PEROBELLI, F.F.C.; BARROS, L.A.B.C. Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

STOCK, J.H. Instrumental variables in economics and statistics. In: **International Encyclopedia of the Social Sciences**, Amsterdam: Elsevier, 2002.

STOHS, M.H.; MAUER, D.C. The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. **The Journal of Business**, v. 69, n. 3, 279-312, jul. 1996.

STREBULAIEV, I. A. Do tests of capital structure theory mean what they say? **The Journal of Finance**, Chicago, v. 62, n.4, p. 1747-1787, Aug. 2007.

STULZ, R.M. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of Financial Economics**, v. 26, n. 1, p. 3-27, sep. 1990.

TERRA, M.C.T. Credit constraints in Brazilian Firms: evidence from panel data. **Revista Brasileira de Economia**, v. 57, n. 2, p. 443-464, abril-junho/2003.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**., Chicago, v. 43, n.1, p. 1-19, Mar. 1988.

VALLE, M.R. **Estrutura de Capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento**. 2008. 104 p. Tese (Livre Docência) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2008.

VARIAN, H.R. **Microeconomia**. 7ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

WELCH, I. Capital structure and stock returns. **The Journal of Political Economy**, v. 112, n. 1, p. 106-131, feb. 2004.

WILLIAMSON, O. E. Corporate Finance and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 3, p. 567-591, jul., 1988.

WOOLDRIDGE, J.M **Introductory Econometrics**. 2ed. Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing, 2003.

WOOLDRIDGE, J.M **Econometrics Analysis of Cross Section and Panel Data**. 1ed. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.

ZINGALES, L. In Search of New Foundations. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 4, p. 1623-1653, aug. 2000.

Apêndice A – Resultados da estimação por modelos dinâmicos

Tabela A1 - Estimação por Modelos dinâmicos - Gov 1						
Regressor	1		2		3	
	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão
DIVt(t-1)	0,649*	0,251				
DIVlp(t-1)			0,573*	0,215		
DIVcp (t-1)					0,353*	0,112
RENT1	-0,180	0,127	-0,097	0,119	0,003	0,123
TAM1	0,076*	0,023	0,034**	0,019	0,061*	0,014
TG1	0,065	0,144	0,000	0,112	-0,017	0,101
ITG1	0,000	0,001	-0,002	0,000	0,003*	0,001
IMP1	-0,002	0,021	-0,006	0,019	0,034*	0,009
BNdiv	0,507**	0,288	0,228	0,248	0,044	0,218
Risco1	-0,033	0,287	0,052	0,267	-0,050	0,327
Gov1	0,001	0,009	-0,007	0,008	0,001	0,003
Gov2						
Gov3						
Constante	-1,054*	0,373	-0,412	0,283	-0,884*	0,222
Observações	237		237		237	
Prob>chi2	0,000		0,000		0,000	

Notas: As variáveis dependentes nas colunas 1,2 e 3 são DIVt, DIVlp e DIVcp, respectivamente. Na estimação dos coeficientes, já foram utilizadas as correções para heterocedasticidade e autocorrelação propostas por Newey e West (1987). Foram feitas defasagens da variável dependente, mas somente a primeira mostrou-se significativa. Estimação via GMM. Foram feitos testes para detecção da autocorrelação, mas não foram encontrados valores significativos. As indicações *, ** e *** referem-se a significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Tabela A2 - Estimação por Modelos dinâmicos - Gov 3						
Regressor	1		2		3	
	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão	Coefficiente	Erro-Padrão
DIVt(t-1)	0,313**	0,167				
DIVlp(t-1)			0,646*	0,173		
DIVcp (t-1)					0,431*	0,121
RENT1	-0,315	0,195	-0,170	0,279	-0,038	0,218
TAM1	0,087	0,029	0,009	0,052	0,067*	0,030
TG1	-0,043	0,118	0,012	0,208	-0,074	0,099
ITG1	-0,009	0,001	-0,003	0,001	0,001	0,001
IMP1	-0,061	0,051	-0,056	0,045	0,021	0,022
BNdiv	0,170	0,257	0,247	0,417	-0,131	0,203
Risco1	-0,188	0,390	0,002	0,435	-0,191	0,554
Gov1						
Gov2						
Gov3	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Constante	-1,100*	0,453	-0,047	0,785	-0,979*	0,470
Observações	155		155		155	
Prob>chi2	0,000		0,000		0,000	

Notas: As variáveis dependentes nas colunas 1,2 e 3 são DIVt, DIVlp e DIVcp, respectivamente. Na estimação dos coeficientes, já foram utilizadas as correções para heterocedasticidade e autocorrelação propostas por Newey e West (1987). Foram feitas defasagens da variável dependente, mas somente a primeira mostrou-se significativa. Estimação via GMM. Foram feitos testes para detecção da autocorrelação, mas não foram encontrados valores significativos. As indicações *, ** e *** referem-se a significâncias de 1%, 5% e 10%, respectivamente.