

ENDIVIDAMENTO E QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBovespa

DEBT AND THE QUALITY OF CORPORATE GOVERNANCE BASED ON LISTING COMPANIES OF BM&FBovespa

José Claudio Brito da Costa Filho
jclaudiomaquinas@gmail.com
Universidade Federal do Ceará

Sylvia Rejane Magalhães Domingos
sylvia_rejane@hotmail.com
Universidade Federal do Ceará

Dante Baiardo Cavalcante Viana Júnior
dantebcviana@gmail.com
Universidade Federal do Ceará

Vera Maria Rodrigues Ponte
vponte@fortalnet.com.br
Universidade Federal do Ceará

RESUMO

A pesquisa teve como objetivo geral verificar a relação entre o endividamento e a qualidade da governança corporativa à luz da Teoria do Trade-off e Teoria do Pecking Order. Como proxies para endividamento utilizaram-se três tipos de dependência de capital: endividamento de curto prazo, endividamento de longo prazo e endividamento total. A qualidade da governança foi quantificada com base nos segmentos de listagem da BM&FBovespa. A amostra do estudo reuniu 162 companhias de sete dos setores de atuação definidos pela BM&FBovespa. Trata-se de uma pesquisa descritiva e quantitativa, na qual foram realizados testes paramétricos e não paramétricos de diferenças de médias e modelos econométricos compostos por regressões múltiplas. Nas duas metodologias adotadas, os resultados mostraram-se semelhantes, evidenciando, nas empresas da amostra, uma correlação negativa entre o endividamento e a qualidade da governança corporativa.

Palavras-chave: Estrutura de capital; Governança corporativa; Trade-off; Pecking Order.

ABSTRACT

This study aimed to investigate the relationship between debt and the quality of corporate governance in light of the Trade-off Theory and Pecking Order Theory. As proxies for debt were used three types of capital dependency: short-term debt, long-term debt and total debt. Good governance was quantified based on listing segment of BM&FBovespa. The study sample gathered 162 companies from seven industries of activity defined by BM&FBovespa. It was realized descriptive and quantitative research, in which parametric and non-parametric tests of mean differences and econometric models composed of multiple regressions were performed. In both methodologies adopted, the results were similar, showing, in the sample companies, a negative correlation between the debt and the quality of corporate governance.

Keywords: Capital Structure. Corporate Governace. Trade-off. Pecking Order.

Artigo recebido em: 20/07/2016; Aceito em 16/11/2016.

²Dante Baiardo Cavalcante Viana Júnior - UFCE
Rua Moreira de Sousa, S/N
CEP 60450-080 – Fortaleza/Ceará/Brail.

1. INTRODUÇÃO

A estrutura de capital vem sendo amplamente estudada desde que Modigliani e Miller (1958) conceberam a Moderna Teoria de Estrutura de Capital. Propunham que, em um mercado perfeito e sem impostos, a forma pela qual a empresa alavancava-se não impactaria o seu valor de mercado. Dessa forma, somente as opções de investimento teriam impacto sobre o seu valor. Em 1963, esses autores incorporaram à teoria os aspectos tributários, o que contribuiu para o desenvolvimento dos estudos acerca do tema, com destaque para a Teoria do *Trade-off* e a Teoria do *Pecking Order* (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009).

Nos últimos anos, essas teorias têm sido foco de vários estudos, em diversas regiões, cada uma com um contexto econômico e cultural específico, para diferentes tipos, tamanhos e mercados de organizações, buscando definir as variáveis mais significativas e o comportamento das firmas frente a elas. A propósito, Brito e Lima (2005) afirmam que essa é uma discussão para análise empírica, sendo possível investigar a significância dos efeitos explicados pelas várias teorias, bem como assinalar em que pontos elas divergem.

Assim, diversos estudos, tanto em âmbito nacional (BRITO; LIMA, 2005; DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009; GOMES, 1999; IQUIAPAZA; AMARAL; ARAÚJO, 2008; PEROBELLI; FAMÁ, 2002; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008) quanto no âmbito internacional (BARCLAY; SMITH, 1995; RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988), procuraram identificar os fatores determinantes para a escolha da estrutura de capital nas companhias.

Nesse sentido, Silveira, Perobelli e Barros (2008) comentam que a adoção das melhores práticas de governança corporativa proporcionaria às empresas melhores oportunidades de financiamento para seus projetos. Sugerem, ainda, que a estrutura de capital e a governança corporativa sofreriam influência recíproca, reforçando a hipótese de que a governança corporativa seria relevante para a definição da estrutura de capital.

Verificada a importância dos estudos acerca da estrutura de capital e uma possível influência da governança corporativa para a opção de financiamento adotada, o estudo objetiva responder à seguinte questão-problema: Qual a correlação entre a estrutura de capital e a adoção das melhores práticas de governança corporativa nas empresas?

Dessa forma, o estudo objetiva verificar a relação entre endividamento e qualidade da governança corporativa. Adicionalmente, pretende-se revisar as principais teorias referentes à estrutura de capital (*Trade-off* e *Pecking Order*).

O estudo se justifica por trazer uma atualização da amostra, frente a estudos anteriores que investigaram matéria semelhante, para outros períodos, em diferentes contextos (BRITO; LIMA, 2005; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008), além da inserção de outras variáveis no modelo econométrico proposto, como explicado no tópico Metodologia, capazes de controlar os efeitos da correlação entre a governança corporativa e o endividamento que não foram detectados em outros estudos, buscando-se um enriquecimento dos achados e uma expansão da análise empírica da temática feita nesses estudos. Dessa forma, espera-se contribuir para enriquecer a literatura sobre a temática, considerada relevante diante do atual cenário de recessão econômica.

O presente estudo se encontra estruturado em quatro tópicos, além desta introdução, a saber: o referencial teórico, com um arcabouço teórico utilizado para fundamentar o estudo e evidenciar e fundamentar a hipótese testada; a metodologia utilizada na pesquisa; a análise dos resultados encontrados; e as considerações finais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Atualmente, os argumentos teóricos acerca do estudo de estrutura de capital têm se distribuído em duas linhas concorrentes. A primeira delas, a Teoria de *Trade-off*, aborda os diversos custos e benefícios associados ao endividamento, como, por exemplo, os custos esperados de falência, os custos de agência das dívidas, os benefícios fiscais e o efeito disciplinador do endividamento sobre os gestores, no sentido de as organizações alcançarem uma estrutura de capital ótima, dentro desse conjunto de reflexões (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008). Por outra ótica, a Teoria do *Pecking Order*, discutida pioneiramente no estudo seminal de Myers (1984), defende que a empresa deve seguir uma hierarquia das fontes de financiamento, devido, entre outros aspectos, aos efeitos da assimetria informacional entre gestores e investidores, não tratando acerca de uma proporção ótima de financiamento.

2.1 Teoria de *Trade-off*

A Teoria de *Trade-off* indica que uma empresa irá se endividar até o ponto em que o benefício fiscal gerado por cada unidade a mais de financiamento for compensado pelo valor presente dos custos de dificuldades financeiras futuras. Dessa forma, a principal vantagem da dívida em relação ao Patrimônio Líquido é tributária, pois as despesas com os juros das dívidas são redutoras dos impostos sobre a renda. Enquanto isso, e diferentemente das

dívidas, os fluxos de caixa do Patrimônio Líquido (dividendos) não o são (DAVID; NAKAMURA; BASTOS, 2009).

Jensen e Meckling (1976) incorporaram à Teoria de *Trade-off* os custos de agência que podem ser traduzidos em conflitos de interesses relativos à divisão assimétrica da firma, em obrigações e direitos entre acionistas, gestores e credores. A divisão assimétrica da companhia cria oportunidades de aumento do valor de um grupo em decorrência das perdas geradas em outro grupo, algumas vezes com redução total do valor do negócio.

O conflito entre acionista e gestor surge quando o diretor proprietário não possui todas as ações da empresa. A assimetria de obrigações e direitos assimilados pelos gestores frente aos sócios pode causar uma desmotivação dos gestores, que acabam não dando à organização a sua total contribuição (BRITO; LIMA, 2005).

Nas situações de insolvência, surgem os conflitos entre acionistas e credores. A responsabilidade limitada incentiva os acionistas de empresas insolventes, mas com disponibilidade de caixa, a aplicar recursos em projetos arriscados, muitas vezes deficitários. Isso ocorre devido à possibilidade de usufruírem dos resultados positivos iniciais, deixando os possíveis ônus futuros com os credores. Por outro lado, na existência de uma prioridade para dívida, os acionistas de uma empresa insolvente sem fluxos de caixa livres ficariam desmotivados a investir, mesmo em projetos rentáveis, por saberem que os seus benefícios seriam inicialmente destinados aos credores (BRITO; LIMA, 2005).

Segundo Jensen e Meckling (1976), as possibilidades de investimento exagerado ou insuficiente são previstas pelo mercado, que as incorpora à taxa cobrada pelos empréstimos e financiamentos, reduzindo o valor da empresa. A esse custo de agência, dá-se o nome efeito substituição de ativo.

Entre os benefícios observados para o endividamento, verifica-se que ele contribui para que o gerente se empenhe em maximizar o valor da firma, na medida em que aumenta sua participação relativa à dívida e em seus resultados, além de minimizar os fluxos de caixa livres (passíveis de utilização não produtiva).

2.2 Teoria do *Pecking Order*

Segundo David, Nakamura e Bastos (2009), emana da Teoria do *Pecking Order* a ideia de que as empresas optam por recursos de forma hierárquica, escolhendo inicialmente as fontes de recursos internas, seguindo-se as fontes de recursos externas, das mais fáceis e menos onerosas, para as mais difíceis e mais dispendiosas.

Adotando como arcabouço a Teoria do *Pecking Order*, Iquiapaza, Amaral e Araújo (2008) procuraram explicar a razão dessa hierarquia. Os autores destacam que o fator mais significativo é o impacto da assimetria informacional na imagem da empresa, tanto para acionista, quanto para eventuais investidores e para os agentes do mercado de crédito. Dessa forma, a captação de recursos por intermédio de ações seria a última e a pior escolha para a entidade, pois possibilita a ocorrência de uma subprecificação dos papéis emitidos pela companhia. Esse fenômeno ocorreria quando as informações em poder dos investidores fossem menos ricas que o acervo em posse dos gestores da firma. Assim, diante de um menor grau de informação, os acionistas potenciais acreditariam que os preços das ações emitidas estivessem superestimados. Por fim, eles somente arrematariam as ações quando ofertadas a preços menores que o real. Nesse momento, fica caracterizada a subprecificação.

Nesse caso, os administradores não alcançariam o montante desejável de investimento. E ainda devido à assimetria informacional, ocorreria a transferência de riqueza dos investidores antigos para os novos (IQUIAPAZA; AMARAL; ARAÚJO, 2008).

Diferentemente das outras opções, a tomada de recursos próprios (retenção de lucros) elimina o risco de assimetria informacional, haja vista a inexistência de terceiros na operação. Esse, porém, não é o único motivo que explicaria a preferência por essa opção de financiamento. Ao referir os motivos que levariam à hierarquia de financiamento de *Pecking Order*, ressalta-se que ao se financiar com capital próprio, a empresa reserva todos os seus fluxos de caixa para os acionistas. Quando, porém, endivida-se ou lança ações na bolsa, a empresa divide esses fluxos em duas partes, sendo uma segura, destinada aos credores, e outra com mais risco, pertencente aos acionistas.

Assim como na Teoria de *Trade-off*, também é possível inferir que, segundo as observações da Teoria do *Pecking Order*, quanto menor for a assimetria informacional, maior deverá ser o volume de recursos externos (inclusive por meio do lançamento de ações), o que pode ser alcançado com boas práticas de governança corporativa.

2.3 Governança Corporativa e Hipótese do Estudo

Em muitos países, o conflito de agência e a assimetria informacional surgem como principais motivadores para a existência e desenvolvimento da governança corporativa (PEREIRA; VILASCHI, 2006). A governança corporativa é conceituada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) como o sistema pelo qual as organizações são guiadas, monitoradas e incentivadas, envolvendo o relacionamento entre diversas pessoas e setores, como proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As

boas práticas de governança corporativa convertem princípios em direcionamentos objetivos, alinhando interesses com a preservação do valor da firma, facilitando o acesso a recursos diversos e contribuindo para sua continuidade.

Nesse sentido, a adoção das melhores práticas de governança corporativa reduziria os custos de agência e a assimetria informacional entre a administração, diretoria, investidores e credores. Proporcionaria à empresa melhores oportunidades de financiamento para seus projetos, por meio da emissão de ações e da tomada de recursos de terceiros em longo prazo, por serem opções menos onerosas (no mercado de crédito nacional) e não comprometerem os dividendos da organização, frente à tomada de recursos de terceiros de curto prazo e à retenção de lucros (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

Segundo Silveira (2004), mesmo em ambientes de baixa garantia legal, algumas empresas podem ser reconhecidas como de boa governança, tornando-se mais atraentes para os investidores, e, dessa forma, aumentando o número de interessados em ali aplicar seus recursos. Silveira, Perobelli e Barros (2008) destacam ainda alguns atributos comumente mencionados como determinantes da governança corporativa, a saber: (i) crescimento: quanto maior for sua expectativa de crescimento, melhor deverá ser sua governança corporativa, de modo a facilitar a tomada de recursos para financiar seus projetos; (ii) tangibilidade: quanto mais intangível for a organização, maior será o risco de desvio dos recursos (sendo necessária uma boa governança para monitorá-los); (iii) tamanho: as grandes empresas tendem a dispor de maiores volumes de caixa livre e recursos diversos, necessitando de boa governança para controlá-los; mesmo as pequenas companhias, em busca de recursos, procuram adotar a melhor governança; (iv) concentração acionária do controlador: a empresa adota várias práticas de governança corporativa, visando compensar os investidores pelo risco de expropriação ao qual estão submetidos ao aplicar recursos na empresa; (v) desempenho: os indicadores de crescimento apontam a necessidade futura de financiamentos externos, o que vai definir o investimento em prática de governança; e (vi) fluxo de caixa livre: os elevados fluxos de caixa livres levam a conflitos entre gestores e investidores. A utilização de uma melhor governança corporativa pode funcionar, novamente, como compensação.

Além disso, a introdução do conceito de seleção adversa no mercado de crédito (STIGLITZ; WEISS, 1981) explicou que a impossibilidade de conhecer perfeitamente as características (inclusive a probabilidade de inadimplência) de cada tomador de crédito leva a um fenômeno conhecido como racionamento de crédito (*credit rationing*), em que o volume de crédito concedido pelo mercado é menor que o eficiente (a uma dada taxa de juros no mercado), refletindo a assimetria informacional.

Assim, identifica-se um problema no mercado de crédito, no qual há uma oferta de crédito abaixo daquela demandada a uma determinada taxa de juros. Logo, as empresas que atendem a um nível mínimo de confiança quanto à solvência de seus compromissos presentes e futuros, têm acesso aos recursos, enquanto as demais precisam se submeter às opções com taxas desvantajosas. Parte desse problema se deve ao nível econômico das entidades e a outros fatores, enquanto outra parte se deve à seleção adversa, sustentada por informação assimétrica (PINHEIRO; MOURA, 2001).

Em teoria, as taxas desvantajosas seriam mais presentes em créditos de longo prazo (pois, devido ao prazo estendido, teriam mais risco), porém, na prática, no Brasil, observa-se o contrário. Uma das explicações para isso é a maior garantia em financiamentos mais longos, que, em geral, financiam bens que podem ser recuperados caso a empresa enfrente grande dificuldade financeira, e não consiga quitar a dívida, o que não ocorre em créditos de curto prazo. Outra razão é a segmentação de mercado, que é consequência desse *credit rationing*. As pessoas físicas e jurídicas que conseguem empréstimos de longo prazo possuem melhor situação financeira, e, por isso, pagam menores taxas também nas linhas de curto prazo. Os clientes potencialmente ruins não encontram linhas de crédito disponíveis, o que reduz ainda mais as opções de empréstimo de longo prazo (que já são raras e costumam ser específicas), mesmo que estivessem dispostos a arcar com altas taxas de juros (LAUX, 2006).

Diante do exposto, um nível mais baixo de assimetria informacional resultaria em mais facilidade de obtenção de crédito, inclusive acionário, possibilitando o acesso a linhas mais vantajosas.

Tendo-se como arcabouço a Teoria de *Trade-off* e a Teoria do *Pecking Order*, pode-se deduzir que há uma correlação entre estrutura de capital e qualidade da governança corporativa. Brito e Lima (2005) indicam que a boa governança corporativa tem correlação positiva com o endividamento e outras fontes de recursos. No mesmo sentido, os resultados encontrados por Silveira *et al.* (2008) dão evidências de que a adoção das melhores práticas de governança representaria mais endividamento. Em contraponto, os resultados encontrados por Cândido (2010) indicam que as empresas com melhor governança se endividam menos, o que, para o autor, levaria à preferência por se financiar no mercado de ações.

Diante dos resultados dicotômicos presentes em estudos empíricos anteriores, quanto à correlação positiva ou negativa do nível de endividamento com as boas práticas de governança corporativa, o presente estudo levanta a seguinte hipótese:

Hipótese: Há relação significativa entre o endividamento e a qualidade da governança corporativa.

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação da Pesquisa e Amostra

Utilizaram-se o método indutivo, que infere de uma amostra uma característica geral, e o método de procedimento monográfico, que realiza estudos aprofundados acerca de tema específico (LAKATOS; MARCONI, 2009). O estudo é descritivo, pois descreve, da maneira mais exata possível, certas características de uma população. O levantamento de dados deu-se por meio de pesquisa bibliográfica e documental (LAKATOS; MARCONI, 2009).

A população da pesquisa foi constituída pelas 524 companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercados e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa) em 31 de julho de 2015. Desse universo, excluíram-se as 120 empresas do setor financeiro, que, segundo Medeiros e Daher (2005), possuem características próprias, principalmente no que diz respeito à composição de endividamento, o que poderia causar um viés indesejável nos resultados deste estudo. Finalmente, foram excluídas as 242 empresas que não possuíam algumas das informações relativas às variáveis utilizadas no modelo econométrico adotado, resultando em uma amostra de 162 firmas, pertencentes a sete setores, como mostra a Tabela 1.

Tabela 1 – Amostra do estudo por segmento de listagem da BM&FBovespa

Setor	Nº de empresas	Proporção (%)
Bens Industriais	19	11,7
Construção e Transporte	32	19,8
Consumo Cíclico	31	19,1
Consumo não Cíclico	23	14,2
Materiais Básicos	20	12,4
Tecnologia da Informação	7	4,3
Utilidade Pública	30	18,5
Total	162	100,0

Fonte: Elaborada pelos autores.

3.2 Variáveis do Estudo

Para efeito de análise, considerou-se como variável dependente a estrutura de capital, quantificada por meio de três indicadores, relacionados aos prazos de liquidação da dívida (curto prazo, longo prazo e total). O Quadro 1 expõe as variáveis utilizadas como representativas do endividamento, suas respectivas *proxies* e a referência a estudos anteriores que respaldam a escolha das variáveis. Todas as informações necessárias para o cálculo das variáveis foram obtidas junto ao banco de dados da Economática. Destaca-se que a decisão pela utilização dessa múltipla estimação de dependência de capital de terceiros pautou-se em relevantes estudos anteriores (BARCLAY; SMITH, 1995; BRITO; LIMA, 2005; PEROBELLI; FAMÁ, 2002; RAJAN; ZINGALES, 1995; TITMAN; WESSELS, 1988).

Quadro 1 – Fórmulas para dependência de capital de terceiros

Variável	Proxy	Referências
Dependência Total	Passivo Total/Ativo Total	Brito e Lima (2005); Silveira, Perobelli e Barros (2008); Crisóstomo e Pinheiro (2015)
Dependência de Longo Prazo	Passivo Não Circulante/Ativo Total	Brito e Lima (2005); Silveira, Perobelli e Barros (2008); Crisóstomo e Pinheiro (2015)
Dependência de Curto Prazo	Passivo Circulante/Ativo Total	Brito e Lima (2005); Silveira, Perobelli e Barros (2008); Crisóstomo e Pinheiro (2015)

Fonte: Elaborado pelos autores.

Como variável independente, utilizou-se a qualidade da governança (NIV), cuja quantificação adotou como parâmetros os cinco segmentos de listagem da BM&FBovespa. Criados no início da década passada, os segmentos de listagem classificam as empresas quanto às práticas de governança corporativa. Todos eles preconizam rígidas regras de governança corporativa, indo além das exigências da lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas). No que tange às regras de governança obrigatoriamente observadas pelas firmas, os cinco segmentos de listagem da BM&FBovespa podem ser assim posicionados, em ordem crescente dos respectivos graus de exigência: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS, 2016).

Dessa forma, atribui-se um ponto às empresas participantes do Nível 1; dois pontos às participantes do Nível 2; e três às do Novo Mercado; sendo as demais classificadas como

“Outros”, sem pontuação. Frise-se ainda que metodologia semelhante pode ser encontrada, por exemplo, em estudos empíricos como os de Dalmácio, Lopes, Rezende e Sarlo Neto (2013) e Salmasi e Matelanc (2009).

3.3 Procedimentos estatísticos

Foram aplicados testes de igualdade de médias, paramétricos e não paramétricos, para confirmar se, de fato, há diferença significativa entre os grupos, no que diz respeito às três variáveis de estrutura de dependência de capital utilizadas no estudo.

Foram, também, utilizados modelos econométricos, nos quais, para melhor ajustamento, e com base em relevantes estudos anteriores, foram selecionadas cinco variáveis de controle, a saber: crescimento, rentabilidade, risco, tamanho e tangibilidade. Adicionalmente, foram embutidas, nos modelos, *dummies* referentes aos setores. As *proxies* utilizadas para o cálculo das variáveis selecionadas, assim como suas referências em estudos anteriores e as fontes utilizadas para coleta dos dados, podem ser visualizadas no Quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis de controle e relação esperada

Variável	Proxy	Referências	Fonte
Crescimento (CRESC)	$\frac{\text{Ativo Total} - \text{Patrimônio Líquido} + \text{Valor de mercado das ações}}{\text{Ativo Total}}$	Brito e Lima (2005); Cunha e Politelo (2013); Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Perobelli e Famá (2002); Rajan e Zingales (1995)	Economática
Rentabilidade (RENT)	$\frac{\text{Lucro Antes do IR e CSLL}}{\text{Ativo Total}}$	Cunha e Politelo (2013); Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Perobelli e Famá (2002); Silva e Brito (2005); Titman e Wessels (1988)	Economática
Risco (RISC)	Desvio-padrão do EBITDA dos últimos 5 anos	Cunha e Politelo (2013); Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Perobelli e Famá (2002); Prazeres <i>et al.</i> (2015); Titman e Wessels (1988)	Comdinheiro
Tamanho (TAM)	Logaritmo do Ativo Total	Cunha e Politelo (2013); Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Perobelli e Famá (2002);	Economática

		Prazeres <i>et al.</i> (2015); Rajan e Zingales (1995)	
Tangibilidade (TANG)	<u>Imobilizado + Estoques</u> Ativo Total	Brito e Lima (2005); Cunha e Politelo (2013); Iquiapaza <i>et al.</i> (2008); Rajan e Zingales (1995); Titman e Wessels (1988)	Economática
Construção e Transporte (SET <i>dummy</i> 1)	“1”, quando a empresa pertence ao setor de Construção e Transporte, e “0”, caso contrário	Cunha e Politelo (2013); Prazeres <i>et al.</i> (2015)	Website da BM&FBovespa
Consumo Cíclico (SET <i>dummy</i> 2)	“1”, quando a empresa pertence ao setor de Consumo Cíclico, e “0”, caso contrário	Cunha e Politelo (2013); Prazeres <i>et al.</i> (2015)	Website da BM&FBovespa
Consumo não Cíclico (SET <i>dummy</i> 3)	“1”, quando a empresa pertence ao setor de Consumo não Cíclico, e “0”, caso contrário	Cunha e Politelo (2013); Prazeres <i>et al.</i> (2015)	Website da BM&FBovespa
Materiais Básicos (SET <i>dummy</i> 4)	“1”, quando a empresa pertence ao setor de Materiais Básicos, e “0”, caso contrário	Cunha e Politelo (2013); Prazeres <i>et al.</i> (2015)	Website da BM&FBovespa
Utilidade Pública (SET <i>dummy</i> 5)	“1”, quando a empresa pertence ao setor de Utilidade Pública, e “0”, caso contrário	Cunha e Politelo (2013); Prazeres <i>et al.</i> (2015)	Website da BM&FBovespa
Tecnologia da Informação (SET <i>dummy</i> 6)	“1”, quando a empresa pertence ao setor de Tecnologia da Informação, e “0”, caso contrário	Cunha e Politelo (2013); Prazeres <i>et al.</i> (2015)	Website da BM&FBovespa

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com foco no problema de pesquisa, utilizaram-se modelos de regressão múltipla, para ponderação dos aspectos relevantes da estrutura de capital. Considerando-se as três variáveis para análise da estrutura de capital (dependência total, dependência de longo prazo e

dependência de curto prazo) e a estimação proposta para qualidade da governança corporativa, e adicionando-se as variáveis de controle (crescimento, rentabilidade, risco, tamanho e tangibilidade), foram construídos três modelos, explicitados por meio das Equações 1, 2 e 3, a saber:

$$ENDIV_CURTO = \beta_0 + \beta_1 NIV_i + \beta_2 CRESC_i + \beta_3 RENT_i + \beta_4 TAM_i + \beta_5 IMOB_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$ENDIV_LONGO = \beta_0 + \beta_1 NIV_i + \beta_2 CRESC_i + \beta_3 RENT_i + \beta_4 TAM_i + \beta_5 IMOB_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$ENDIV_TOTAL = \beta_0 + \beta_1 NIV_i + \beta_2 CRESC_i + \beta_3 RENT_i + \beta_4 TAM_i + \beta_5 IMOB_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

Em que:

ENDIV_CURTO: Dependência de curto prazo

ENDIV_LONGO: Dependência de longo prazo

ENDIV_TOTAL: Dependência total

NIV: segmento de listagem

CRESC: Crescimento

RENT: Rentabilidade

TAM: Tamanho

IMOB: Imobilizado

β : coeficientes do modelo

ε : termo de erro

i: a empresa

Faz-se oportuno comentar sobre a atenção dada pelo estudo quando da não violação dos pressupostos básicos (i) normalidade dos dados, (ii) não presença do efeito de multicolinearidade e (iii) ausência de heterocedasticidade. A normalidade dos dados foi alcançada com base nos pressupostos do Teorema do Limite Central, devido ao considerável número de observações (GUJARATI; PORTER, 2011). No que tange à multicolinearidade, foram aplicados testes de correlação entre as variáveis, assim como se calculou também o *Variance Inflation Factor* (VIF) para cada variável, estipulando-se como regra geral o descarte de variáveis com VIF superior a 10. Por fim, procedeu-se ao teste de Breusch–Pagan (1979), quanto ao diagnóstico de heterocedasticidade dos resíduos. Os modelos com presença de heterocedasticidade foram ajustados por meio da correção de White (1980).

Saliente-se que todas as análises estatísticas foram realizadas com o auxílio dos aplicativos *Statistical Package for Social Science* (SPSS), versão 21.0, e *Data Analysis and*

Statistical Software (Stata), versão 12.0. Os dados coletados para construção de informações acerca das variáveis consideradas no estudo se referem a 2014.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

No intuito de sintetizar e organizar os dados da amostra para em seguida descrevê-los e analisá-los, realizou-se inicialmente uma estatística descritiva do endividamento por segmento de listagem, conforme disposto na Tabela 2.

Tabela 2 – Estatística descritiva do endividamento por segmento de listagem

ENDIVIDAMENTO DE CURTO PRAZO					
Indicador	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Outros	Total
N	74	11	17	60	162
Média	0,2739	0,2906	0,2114	0,3219	0,2862
Desvio-padrão	0,1402	0,1847	0,1261	0,2543	0,1935
Coefficiente de Variação	0,5118	0,6355	0,5962	0,7899	0,6759
Mediana	0,2484	0,2857	0,1583	0,2836	0,2629
Mínimo	0,0611	0,0868	0,0665	0,0080	0,0080
Máximo	0,7919	0,6073	0,5241	1,6108	1,6108
ENDIVIDAMENTO DE LONGO PRAZO					
Indicador	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Outros	Total
N	74	11	17	60	162
Média	0,3096	0,4049	0,3110	0,3572	0,3339
Desvio-padrão	0,1759	0,1506	0,1391	0,2929	0,2229
Coefficiente de Variação	0,5682	0,3720	0,4474	0,8199	0,6675
Mediana	0,2895	0,4431	0,3255	0,3421	0,3132
Mínimo	0,0082	0,0981	0,0475	0,0163	0,0082
Máximo	0,9127	0,6111	0,5958	1,7586	1,7586
ENDIVIDAMENTO TOTAL					
Indicador	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Outros	Total
N	74	11	17	60	162
Média	0,5835	0,6955	0,5224	0,6791	0,6201

Desvio-padrão	0,2010	0,1524	0,1846	0,4004	0,2919
Coefficiente de Variação	0,3445	0,2191	0,3533	0,5897	0,4708
Mediana	0,5646	0,6666	0,5165	0,6225	0,5876
Mínimo	0,1253	0,5121	0,1257	0,0824	0,0824
Máximo	1,2558	1,0334	0,8807	2,1979	2,1979

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 2, observa-se, no tocante ao endividamento de curto prazo, que as empresas do grupo Outros são as mais endividadas inclusive assinalando os valores máximo e mínimo da amostra. As do segmento de listagem Nível 1 são as menos endividadas da amostra.

No que tange ao endividamento de longo prazo, as empresas dos segmentos de listagem Nível 2 e Novo Mercado são, respectivamente, as mais e as menos endividadas da amostra. Ainda com relação ao endividamento de longo prazo, destaca-se que, assim como no endividamento de curto prazo, as empresas do grupo Outros também assinalam os valores máximo e mínimo da amostra.

Quanto ao endividamento total, as empresas do Nível 1 são as menos endividadas da amostra, havendo evidências de que aquelas com baixa qualidade de governança corporativa apresentam menor grau de endividamento.

No intuito de atender ao objetivo geral do estudo – verificar a correlação entre endividamento e qualidade da governança corporativa –, foram realizados a Anova e Teste de Kruskal-Wallis, para se identificar as diferenças entre as médias dos três graus de endividamento nos diferentes segmentos de listagem de governança corporativa, conforme apresentado na Tabela 3.

Tabela 3 –Anova e Teste de Kruskal-Wallis

Variáveis	Nível de Governança (NIV)				Anova		Kruskal-Wallis
	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Outros	F	p-value	p-value
ENDIV_CURTO	0,2739	0,2906	0,2114	0,3219	1,649	0,180	0,209
ENDIV_LONGO	0,3096	0,4049	0,3110	0,3572	0,942	0,422	0,221
ENDIV_TOTAL	0,5835	0,6955	0,5224	0,6791	2,127	0,099*	0,097*

Fonte: Dados da pesquisa.

Como se visualiza na Tabela 3, que reúne os dados obtidos com a aplicação da Anova e do Teste de Kruskal-Wallis, não há diferenças estatisticamente significantes entre os quatro grupos de listagem (*proxy* qualidade da governança corporativa) no que tange aos graus de endividamento de curto e longo prazo. Dessa forma, considerando-se que tanto para a Anova, quanto para o teste de Kruskal-Wallis, há diferenças estatisticamente significantes entre os quatro grupos de listagem no tocante ao grau de endividamento total, não se rejeita a hipótese de estudo, de que, entre as empresas da amostra, há uma correlação entre o endividamento e a qualidade da governança corporativa.

Diante da constatação da existência de correlação entre endividamento e qualidade da governança corporativa, faz-se necessária a análise da causalidade das variáveis. Conforme apontado na metodologia, foram testados três modelos para se investigar a influência da variável NIV no grau de endividamento das empresas da amostra (ENDIV_CURTO, ENDIV_LONGO e ENDIV_TOTAL). Além da estatística descritiva mostrada na Tabela 2 sobre o endividamento das empresas da amostra, aplicou-se esse mesmo conjunto de técnicas para se descrever as variáveis de controle adotadas nos modelos, conforme disposto na Tabela 5.

Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis independentes

Indicador	CRESC	RENT	RISCO	TAM	TANG
Número de empresas	162	162	162	162	162
Média	9,0837	0,0168	1,6893	6,4691	0,3184
Desvio-padrão	0,8664	0,1190	5,1894	0,7377	0,2348
Coefficiente de Variação	0,0954	7,0684	3,0719	0,1140	0,7374
Mediana	9,1309	0,0308	0,0878	6,5700	0,3176
Mínimo	6,9469	-0,6851	0,0036	4,6739	0,0001
Máximo	11,4063	0,2726	38,0254	8,4905	0,9004

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 5, observa-se uma heterogeneidade nas empresas da amostra quanto ao nível de rentabilidade (RENT), identificada por um coeficiente de variação superior a 7, assim como em relação ao risco (RISCO), que revelou um coeficiente superior a 3. Em contrapartida, as variáveis crescimento (CRESC), – relativa ao valor de mercado, e tamanho (TAM) se revelaram pouco dispersas, ambas com coeficiente de variação 0,1.

A Tabela 6 apresenta os dados relativos à análise da correlação entre as variáveis. O objetivo é detectar variáveis altamente correlacionadas que podem gerar um problema de multicolinearidade, e, se viável, excluí-las do modelo adotado no estudo

Tabela 6 – Coeficientes de correlação das variáveis do modelo quanto ao endividamento

Variáveis		EDIV_CURTO	EDIV_LONG	ENDIV_TOTAL
NIV	Correlação de Pearson	-0,0980	-0,0924	-0,1343(*)
	p-value	0,2249	0,2529	0,0957
	N	162	162	162
CRESC	Correlação de Pearson	-0,2512(***)	-0,1169	-0,2539(***)
	p-value	0,0016	0,1475	0,0014
	N	162	162	162
RENT	Correlação de Pearson	-0,2474(***)	-0,3597(***)	-0,4343(***)
	p-value	0,0019	0,0000	0,0000
	N	162	162	162
RISCO	Correlação de Pearson	-0,0097	-0,0006	-0,0068
	p-value	0,9050	0,9942	0,9234
	N	162	162	162
TAM	Correlação de Pearson	-0,1498	0,1540(*)	0,0166
	p-value	0,6228	0,0558	0,8371
	N	162	162	162
TANG	Correlação de Pearson	0,0968	0,2212(***)	0,2312(***)
	p-value	0,2307	0,0054	0,0038
	N	162	162	162

(*) Nível de significância de 10%; (**) Nível de significância de 5%; (***) Nível de significância de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 6, há uma correlação entre o endividamento total e a qualidade da governança corporativa, estimada pelo NIV. Além disso, observa-se que a

correlação é baixa e negativa, ou seja, para esse teste, há uma correlação, apesar de baixa, inversa entre o endividamento total e a qualidade da governança corporativa.

O endividamento total também apresenta correlação com o crescimento, a rentabilidade e a tangibilidade. Já o endividamento de longo prazo tem correlação com a rentabilidade, o tamanho e a tangibilidade, enquanto o endividamento de curto prazo apresenta correlação somente com o crescimento e a rentabilidade. Destaca-se ainda a correlação negativa e significativa entre a rentabilidade e o endividamento total, o de longo prazo e o de curto prazo, corroborando a Teoria do *Pecking Order*.

A Tabela 7 apresenta os resultados das regressões para os modelos adotados no estudo após a correção de White, cujo objetivo consiste em reduzir a heterocedasticidade dos resíduos e a sua autocorrelação serial, as quais poderão advir da heterogeneidade dos dados, ou até mesmo das variáveis escolhidas, utilizando-se os dados das 162 empresas.

Tabela 7 – Regressão Linear Múltipla

Variáveis	ENDIV_CURTO (Modelo 1)	ENDIV_LONGO (Modelo 2)	ENDIV_TOTAL (Modelo 3)
NIV	-0,0104 (-0,94)	-0,0220(**) (-1,97)	-0,0325(***) (-2,37)
CRES	-0,0491 (-1,27)	-0,1336(**) (-2,59)	-0,1822(***) (-3,68)
RENT	-0,3055 (-1,27)	-0,4259(**) (-2,17)	-0,7322(***) (-3,20)
RISCO	0,0006 (0,32)	0,0010 (0,52)	0,0016 (0,70)
TAM	0,0221 (0,53)	0,1929(***) (4,30)	0,2146(***) (4,04)
TANG	-0,0032 (-0,05)	0,1038 (1,49)	0,1006 (1,22)
SET dummy 1	-4,6466 (-0,74)	-4,6097 (-0,73)	-9,2929 (-1,53)
SET dummy 2	-7,1112 (-1,34)	4,3282 (0,60)	-2,8374 (-0,46)
SET dummy 3	-10,6539 (-1,62)	-4,3237 (-0,64)	-15,0141(**) (-2,09)
SET dummy 4	-0,1458 (-0,02)	-7,7333 (-1,10)	-7,9133 (-0,77)
SET dummy 5	-8,5649 (-1,55)	-1,5555 (-0,25)	-10,1434(*) (-1,80)
SET dummy 6	-8,3192 (-1,77)	-2,6962 (-0,29)	-11,0276 (-1,00)
const_	67,1397(***) (2,91)	32,5819 (1,25)	99,5349(***) (3,28)
N	162	162	162
Prob > F	0,4831	0,0000(***)	0,0001(***)
R ² Ajustado	0,1294	0,2958	0,3216

(*) Nível de significância de 10%; (**) Nível de significância de 5%; (***) Nível de significância de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos dados apresentados na Tabela 7, observa-se um baixo poder explicativo do Modelo 1 (que considera o endividamento de curto prazo como *proxy* de endividamento), com R^2 Ajustado de 0,1294. Destaca-se que nenhuma das variáveis mostrou-se significativa.

Com relação ao Modelo 2 (que considera o endividamento de longo prazo como *proxy* de endividamento), é possível observar um melhor ajustamento ao conjunto de dados analisados, apresentando um R^2 Ajustado de 0,2958. Verifica-se, também, que apenas a variável risco (RISCO) não apresentou o sinal esperado, e que, assim como a variável tangibilidade (TANG), também não foi significativa. Destaca-se que a variável NIV se mostrou significativa ao nível de 5%, e apresentou sinal negativo. Observa-se, ainda, que nenhuma das *dummies* de setor se mostrou significativa.

O Modelo 3 (que considera o endividamento total como *proxy* de endividamento) foi o que apresentou o maior R^2 Ajustado, com 0,3216; ou seja, é aquele que melhor explica o conjunto de dados analisados. Assim como no Modelo 2, apenas a variável risco não apresentou o sinal esperado, e que, assim como a variável tangibilidade, não foi significativa. Destaca-se que a variável NIV se mostrou significativa ao nível de 1%, e apresentou sinal negativo, indicando uma correlação negativa entre o endividamento total e a qualidade da governança corporativa. Com relação às *dummies* de setor, apenas dois deles foram significantes: Consumo Não Cíclico e Utilidade Pública. Esses resultados indicam que o setor influencia o nível de endividamento.

Dessa forma, pode-se inferir que a qualidade da governança corporativa influencia negativamente o endividamento de longo prazo e o endividamento total, ou seja, que as empresas menos endividadas apresentam governança corporativa de mais qualidade.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo geral verificar a correlação entre o endividamento e a qualidade da governança corporativa. Utilizou-se como *proxies* para o nível de endividamento três tipos de dependência de capital: de curto prazo, de longo prazo e total. A qualidade da governança foi quantificada com base nos segmentos de listagem da BM&FBovespa.

Considerando-se, ainda, que um nível mais baixo de assimetria informacional, oriundo de um aumento na qualidade da governança corporativa, resultaria em mais facilidade de obtenção de crédito, inclusive acionário, possibilitando o acesso a linhas mais vantajosas, e que Cândido (2010) e Silveira, Perobelli e Barros (2008) encontraram uma correlação entre endividamento e qualidade da governança corporativa, foi testada a seguinte hipótese: Há, nas

empresas da amostra, uma correlação entre o endividamento e a qualidade da governança corporativa.

Para se testar a hipótese levantada, foram utilizadas duas metodologias. Na primeira, foram realizados testes de diferenças de médias, enquanto na segunda foram aplicados modelos econométricos para verificação da correlação entre endividamento e qualidade da governança corporativa.

A partir dos testes de diferenças de médias, conforme Anova e Teste de Kruskal-Wallis verificou-se que, no tocante ao endividamento, os segmentos de listagem apresentam médias estatisticamente diferentes. Esses resultados permitem que não se rejeite a hipótese do estudo, segundo a qual, nas empresas da amostra há uma correlação entre o endividamento e a qualidade da governança corporativa.

Com base nos modelos econométricos, pode-se inferir que, nas empresas da amostra, a qualidade da governança corporativa influencia negativamente o endividamento de longo prazo e o endividamento total, não se rejeitando, portanto, a hipótese do estudo.

Dessa forma, pode-se observar que, para as duas metodologias adotadas, os resultados mostraram-se semelhantes. Esses resultados refutam os achados de Brito e Lima (2005) e Silveira, Perobelli e Barros (2008), a Teorias de *Trade-off* e a Teoria do *Pecking Order*, assim como corroboram os de Cândido (2010), haja vista que as empresas com melhor governança se endividam menos, o que, para o autor, indicaria uma preferência por se financiar no mercado de ações.

Portanto, as empresas com governança corporativa de mais qualidade – consequentemente com menos assimetria informacional –, ao precisar de recursos, podem acessar o mercado de capitais, através da emissão de ações. Em outras palavras, as empresas com menos assimetria informacional têm mais facilidade de obtenção de crédito, inclusive acionário, possibilitando o acesso a linhas menos onerosas.

Como limitações da pesquisa, comente-se que possíveis problemas endogeneidade não foram levados em conta neste estudo, vislumbrando-se possíveis trabalhos futuros que possam vir a discutir esta questão. Sugere-se ainda a extensão da amostra e do número de períodos analisados, bem como um desmembramento das análises por setor.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. Governança Corporativa e Divulgação de Relatórios Financeiros Anuais. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 37, p. 369-387, 2010.

BARCLAY, M. J.; SMITH JÚNIOR, C. W. The maturity structure of corporate debt. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 609-631, 1995.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS – BM&FBovespa. **Segmentos de Listagem**. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 5 jun 2016.

BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. The lagrange multiplier test and its applications to model specification in econometrics. **Review of Economic Studies**, v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005.

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

CUNHA, P. R.; POLITELO, L. Determinantes do nível de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 6, n. 2, p. 211-235.

DALMÁCIO, F. Z. *et al.* Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 5, p. 104-139, 2013.

DAVID, M.; NAKAMURA, W. T.; BASTOS, D. D. Estudo dos modelos trade-off e pecking order para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000–2006). **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 132-153, 2009.

GOMES, G. L. **Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores**. 1999. 73 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009.

IQUIAPAZA, R. A.; AMARAL, H. F.; ARAÚJO, M. S. B. Testando as previsões da Pecking Order Theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 3, 2008.

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

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A. **Metodologia do trabalho científico**: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

- LAUX, G. **Mercado de crédito no Brasil: características e respostas a choques.** 2006. 90 f. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando a teoria de hierarquização de fontes de financiamento nas empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 37, p. 37-45, 2005.
- MONDIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.
- MYERS, S. C. Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.
- OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- PEREIRA, A. N.; VILASCHI, A. Governança corporativa e contabilidade: explorando noções e conexões. In: SIMPÓSIO FUNCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 2006, 4., Vitória. **Anais...** Vitória: Funcape, 2006. p. 102-117.
- PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, Rubens. Determinantes da estrutura de capital: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, 2002.
- PINHEIRO, A. C.; MOURA, A. **Segmentação e uso de informação nos mercados de crédito brasileiros.** Brasília: BNDES, 2001.
- PRAZERES, R. V. D. *et al.* Fatores determinantes do endividamento: um estudo empírico no setor de telecomunicações brasileiro. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 2, p. 139-159, 2015.
- RAJAN, R.; ZINGALES, L. What do we know about optimal capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.
- SALMASI, S.; MATELANC, R. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 3, n. 1, p. 101-117, 2009.
- SILVA, J. C. G.; BRITO, R. D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos**, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.
- SILVEIRA, A. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SILVEIRA, A.; 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, 2008.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-410, 1981.

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

WHITE, H. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test of heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, 817-838, 1980.